

PASCAL SALIN

L'ordre monétaire mondial

LIBRE DE PENSÉE



1997

L'ORDRE MONÉTAIRE MONDIAL

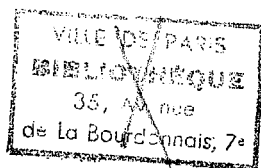
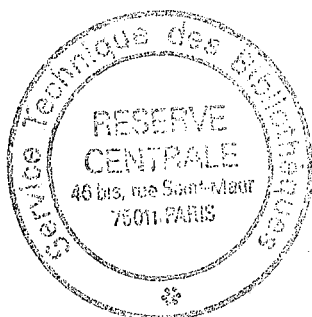
« LIBRE ÉCHANGE »
COLLECTION DIRIGÉE PAR
FLORIN AFTALION
ET GEORGES GALLAIS-HAMONNO

14944
ex 1

L'ORDRE MONÉTAIRE MONDIAL

PASCAL SALIN

Professeur à l'Université Paris IX - Dauphine



332.4
SAL



Presses Universitaires de France



POUR EMMANUEL

ISBN 2 13 037381 X

ISSN 0292-7020

Dépôt légal — 1^{re} édition : 1982, mai

© Presses Universitaires de France, 1982
108, boulevard Saint-Germain, 75006 Paris

SOMMAIRE

Introduction, 7

1. Inflation et taux de change, 11

I - *La notion de taux de change*, 11

II - *La création monétaire*, 18

III - *L'inflation*, 23

IV - *Prix relatifs et prix absolus*, 31

V - *La détermination du taux de change à long terme*, 36

2. Les taux de change flottants, 45

I - *Le rôle de la spéculation dans un régime de changes flottants*, 46

II - *Relation entre les taux de change flottants et l'inflation*, 52

III - *Le fonctionnement effectif des changes flottants*, 56

3. La régulation institutionnelle des changes fixes par une monnaie internationale, 61

I - *L'étalon-or*, 63

II - *L'étalon-devise-or*, 68

4. Changes fixes sans monnaie internationale, 79

I - *Un exemple de système asymétrique : l'étalon-dollar*, 83

II - *Symétrie et asymétrie : les principes d'organisation*, 89

5. La monnaie internationale bureaucratique, 107
 - I — *Une monnaie de réserve officielle*, 108
 - II — *Une monnaie internationale pour le secteur privé*, 116
 - III — *La valeur de la monnaie internationale*, 119
6. L'unification monétaire de l'Europe, 125
 - I — *L'unification monétaire de l'Europe : un échec prévisible*, 126
 - II — *Un « nouveau » système monétaire européen ?*, 133
 - III — *La monnaie parallèle européenne*, 138
7. 1971 : une pseudo-crise, 157
 - I — *Les causes de la « crise monétaire » de 1971*, 158
 - II — *Une situation mal comprise*, 175
 - III — *Le déroulement de la « crise monétaire » de 1971*, 180
 - IV — *Les remèdes à court terme et les fantaisies de l'opinion*, 187
 - V — *Les nationalismes, seule réalité de la crise*, 209
8. Le système monétaire des années soixante-dix, 215
 - I — *Des monnaies fluctuantes*, 215
 - II — *La réforme du système monétaire international*, 230
- Conclusion. — *Le rôle monétaire de l'Etat*, 237

INTRODUCTION

Les discours officiels ou la littérature journalistique évoquent bien souvent la « faillite du système monétaire international » ou le « désordre monétaire international ». Parallèlement les « plans de réforme » du système monétaire international ne cessent pas de fleurir. Mais comment peut-on définir et analyser un ordre monétaire ? Telle est la question essentielle à laquelle s'adresse le présent ouvrage¹.

Choisir un système monétaire international c'est choisir la manière dont les monnaies se créent et s'échangent entre elles. Réformer le système monétaire international c'est changer les modes de création et d'échange des monnaies. Evidemment il ne servirait à rien de changer de système monétaire s'il ne s'agissait pas d'obtenir un « meilleur » système. Mais à partir du moment où l'on compare des systèmes, il faut définir avec précision les critères de la comparaison. La discussion sur la réforme du système monétaire international (ou européen) souffre d'un important défaut de ce point de vue, à savoir que l'analyse économique des phénomènes y est souvent insuffisante. Il ne s'agit pas ici, bien sûr, de la théorie économique existante telle qu'elle est développée par les économistes. Certes celle-ci ne peut pas être et ne sera jamais parfaite, comme c'est le cas dans tous les domaines de la connaissance. La physique n'est pas achevée, elle est toujours perfec-

1. Je remercie pour leurs nombreuses et pertinentes remarques sur une version antérieure de ce texte Florin Aftalion et mon père, Henri Salin.

tible, mais on n'en tire pas argument pour refuser de l'utiliser, l'utilisation de la théorie étant par elle-même source de nouveaux progrès. Il en est évidemment de même en économie et il est *a priori* absurde de faire un procès d'intention aux économistes parce que leur pensée évolue ou parce qu'ils ne sont pas tous d'accord. Cela est la preuve même de la vitalité de leur science. Ce que nous visons, par contre, c'est le fait que les gouvernants de nombreux pays se permettent de décider et l'opinion de juger en méconnaissant la théorie économique. Il est, de ce point de vue, un refrain bien connu, celui qui consiste à opposer le théoricien dans les nuages et l'homme politique au contact des réalités. Ne faudrait-il pas pourtant s'apercevoir que toute réalité est une réalité *construite*, c'est-à-dire qu'elle résulte d'une interprétation, de schémas *a priori* et que le but de la théorie est précisément d'expliquer au mieux les phénomènes observés. L'opposition que l'on doit faire n'est donc pas entre la théorie et la pratique, entre ceux qui méditent dans leur tour d'ivoire et ceux qui ont les pieds sur terre, mais plutôt entre la « bonne » théorie et la « mauvaise » théorie, la « bonne » théorie n'étant pas celle qui a permis d'atteindre de manière définitive la vérité — car on ne cessera jamais de s'en approcher sans jamais l'atteindre — mais celle qui obéit aux règles de la méthode scientifique¹. Ceux qui, par conséquent, craignent de voir s'ébranler leurs idéologies et leurs croyances ne devraient pas continuer leur lecture. Nous allons faire de la théorie, parce qu'il n'y a pas de meilleur moyen d'appréhender la réalité des choses concrètes.

Le présent ouvrage n'en paraîtra pas moins peut-être déroutant pour certains lecteurs. Notre propos est pourtant simple : il consiste à faire comprendre les mécanismes profonds du fonctionnement d'un système monétaire mondial sans avoir recours, cependant, à un degré de sophistication trop élevé. Si l'on y trouve, par ailleurs, des éléments d'histoire monétaire, il ne s'agit pas pour autant d'un ouvrage d'histoire économique : ces rappels du passé ne sont là que pour illustrer les thèses fondamentales de l'ouvrage. De même, les références aux actions ou déclarations d'hommes politiques n'en font pas un ouvrage de polémique politique, mais elles aident également et uniquement à illustrer nos propos sur le rôle des autorités publiques.

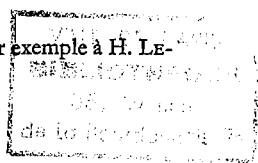
C'est à une appréciation plus exacte de ce rôle que se consacre

1. C'est-à-dire l'élaboration d'une hypothèse théorique et sa vérification par les faits.

en effet le présent ouvrage. En ce sens il peut être considéré comme une application à la sphère monétaire de certains développements récents de la théorie économique, connus en particulier sous le nom de « nouvelle économie »¹. Cette approche aboutit, entre autres choses, à l'idée qu'il faut réagir contre l'hypothèse habituelle selon laquelle l'Etat aurait pour seul but la réalisation du bien public et qu'il aurait suffisamment d'informations et de connaissances pour y arriver effectivement. Or, on peut appliquer au fonctionnement de l'Etat et du marché politique les principes traditionnels de la théorie économique ; il en résulte en particulier l'hypothèse selon laquelle les hommes qui ont la responsabilité des activités publiques poursuivent des objectifs propres qui ne coïncident pas nécessairement avec ceux des citoyens.

Nous verrons une illustration de ces idées dans le domaine monétaire. Le système monétaire international est considéré comme une sorte d'entité abstraite et lointaine, un mythe, souvent un bouc émissaire. Mais un système est le résultat du comportement d'hommes bien concrets, en l'occurrence les autorités monétaires, d'une part, et tous ceux qui sont présents sur le marché, d'autre part. L'organisation monétaire actuelle dans le monde donne le pouvoir de création monétaire aux autorités publiques et le fonctionnement de ce que l'on appelle le système monétaire international est le simple reflet de cette situation. Les autorités monétaires sont promptes à dénoncer le marché, en rendant par exemple les spéculateurs responsables des troubles qui affectent le fonctionnement de ce système, alors qu'elles en sont seules responsables, par les incohérences de leurs politiques. L'histoire monétaire du xx^e siècle nous en apporte beaucoup d'exemples, ainsi que nous le verrons. Pour que le fonctionnement du système monétaire mondial corresponde aux vœux des citoyens, pour qu'un ordre monétaire mondial puisse exister, il faut que des règles institutionnelles précises viennent limiter l'arbitraire des gouvernements, il faut redonner leur place aux mécanismes du marché. Telle sera la conclusion du présent ouvrage.

1. Sur les thèses de la « nouvelle économie » on peut se reporter par exemple à H. LE PAGE, *Demain le libéralisme*, Paris, « Livre de poche », 1980.



INFLATION ET TAUX DE CHANGE

La querelle entre partisans des taux de change flexibles et partisans des taux de change fixes, toujours renaissante, est bien souvent excessivement dogmatique. Chacun de ces régimes correspond en fait à une logique du fonctionnement du système macro-économique totalement différente l'une de l'autre. Le présent chapitre est consacré à l'analyse de ces deux logiques. Nous verrons que certaines relations d'équilibre doivent être satisfaites dans tous les régimes de change, mais que le processus qui conduit à la réalisation de l'équilibre n'est pas le même en régime de changes fixes et en régime de changes flexibles. Nous commencerons par préciser différents concepts de taux de change, puis nous construirons « pierre après pierre » l'édifice qui nous permettra de comprendre comment s'établit l'équilibre macro-économique à long terme dans les deux régimes de change de référence, le régime de changes fixes et le régime de changes flexibles.

1 - *La notion de taux de change*

La définition du taux de change est simple : c'est le prix d'une monnaie en termes d'une autre monnaie¹, cette autre monnaie étant

1. Ou, éventuellement, d'un « panier » de monnaies. On parlera dans ce cas de taux de change *effectif* d'une monnaie. On verra aussi ultérieurement que certains instruments de compte internationaux, le DRS ou l'Ecu, sont eux-mêmes définis à partir de paniers de monnaies.

prise comme numéraire. Le fait de choisir une monnaie ou une autre comme numéraire importe peu, la fonction de numéraire d'une monnaie étant sa fonction la moins importante. Une monnaie, en effet, est un bien économique représentant un pouvoir d'achat disponible à tout moment contre n'importe quel autre bien et auprès de n'importe qui¹. Il est simplement commode de choisir ce bien comme numéraire, c'est-à-dire comme étalon de mesure des valeurs. Mais plusieurs monnaies ne peuvent pas servir de numéraire en même temps. C'est pourquoi parler d'un taux de change entre deux monnaies c'est ôter sa fonction de numéraire à l'une d'entre elles.

Le taux de change est donc un prix. Mais ce prix n'est pas unique et on peut distinguer, par exemple, le taux de change d'équilibre et le taux de change constaté. Or, celui qui est important pour comprendre l'économie monétaire internationale c'est un taux de change qu'on ne peut pas observer directement, *le taux de change d'équilibre*.

Le taux de change d'équilibre d'une monnaie est évidemment le taux de change qui rend compatibles l'offre et la demande de cette monnaie. Pour évaluer ce prix d'équilibre il est nécessaire de savoir ce qui détermine l'offre et la demande de cette monnaie et nous verrons dans le présent chapitre quelles variables macro-économiques jouent un rôle fondamental. L'équilibre du marché d'une monnaie, donc le taux de change d'équilibre de cette monnaie, est ainsi relié au système macro-économique national et mondial.

Le deuxième concept de taux de change est *le taux de change constaté*, c'est-à-dire celui qui est fourni par les statistiques de taux de change. Nous ne savons pas *a priori* s'il correspond ou non à l'équilibre, s'il coïncide ou non avec le taux de change d'équilibre.

Cette distinction simple est importante. En effet, un régime de taux de change fixes, par exemple, se définit comme un régime où le taux de change *constaté* est fixe. Mais qu'en est-il du taux de change d'équilibre? Ainsi, il se peut que le taux de change d'équilibre, c'est-à-dire celui qui *satisfait* les offreurs et les demandeurs de monnaie, soit variable parce que les facteurs qui déterminent l'offre et la demande sont eux-mêmes variables. Le fait que le taux de change

1. Bien entendu, aucun bien ne remplit parfaitement une telle fonction. Cette définition de la monnaie doit être utilisée plutôt en termes relatifs : divers biens bénéficient d'un degré plus ou moins élevé de « monétarité » (*moneyness* en anglais) ou encore de « liquidité ».

constaté soit fixe ne permet alors pas d'obtenir le taux de change d'équilibre, dont on peut dire qu'il est le taux de change désiré, ainsi que nous le verrons ci-dessous. Ce qui serait souhaitable serait d'obtenir le taux de change d'équilibre à tout moment, c'est-à-dire d'avoir un taux de change constaté variable. L'écart entre le taux de change d'équilibre et le taux de change constaté représente une distorsion économique, coûteuse pour les agents économiques.

C'est la raison pour laquelle on ne doit pas être dogmatique lorsqu'on aborde l'étude des régimes de change. On ne devrait pas, en effet, se déclarer *a priori* pour ou contre la fixité des taux de change (constatés), mais on doit par contre se demander s'il est plus facile de se rapprocher du taux de change d'équilibre au moyen d'un régime de changes fixes ou au moyen d'un régime de changes flexibles; ou encore à quelles conditions un régime donné permet d'atteindre ou de maintenir l'équilibre.

Ces deux concepts, le taux de change d'équilibre et le taux de change constaté, sont à rapprocher des concepts de la micro-économie traditionnelle. Lorsqu'on représente une courbe d'offre et une courbe de demande pour un bien quelconque, on dira qu'il y a équilibre de marché si l'on se trouve à leur intersection. Les offreurs et les demandeurs seront alors satisfaits, l'offre et la demande seront compatibles. Mais ce point est purement potentiel. Rien ne permet de dire s'il est ou non atteint à un moment donné, sauf si l'on possède des évaluations « correctes » de l'offre et de la demande. Ainsi, si un prix P_0 et des quantités Q_0 (fig. 1) sont enregistrées sur le marché, on ne peut pas savoir si le point A correspondant est ou non un point d'équilibre, en l'absence d'une analyse économique répondant aux exigences de la méthode scientifique.

En outre, lorsqu'on dit qu'il y a équilibre au point R c'est en un sens très restreint. En effet, les demandeurs préféreraient se trouver plus bas sur la courbe de demande pour pouvoir acheter une quantité plus importante à un prix plus faible, mais pour eux l'offre représente en quelque sorte une contrainte. De même, les offreurs préféreraient être plus haut sur la courbe d'offre parce que leur bénéfice total serait plus élevé. La courbe d'offre se déduit en effet des courbes de coûts marginaux. Si elle est croissante, c'est que les coûts marginaux sont croissants : on offre plus seulement si l'on peut avoir un profit plus important. L'équilibre est donc contraint pour

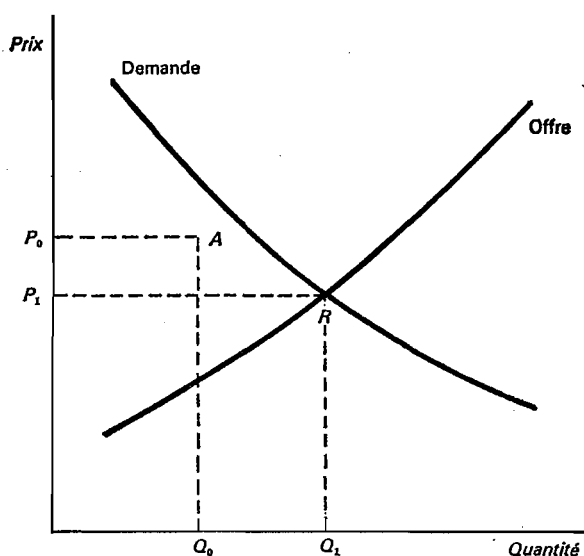


FIG. 1

chacun. Dire que les demandeurs sont en équilibre au point R c'est dire qu'ils sont satisfaits *compte tenu* de ce que les offreurs sont disposés à offrir.

Le problème est exactement le même pour le taux de change puisque le taux de change est un prix. Le taux de change d'équilibre est celui qui permet la *compatibilité* entre les prétentions des offreurs et des demandeurs d'une monnaie contre une autre, compte tenu de la valeur des autres variables du système macro-économique.

Ce que l'on enregistre ce sont des points dans l'espace prix-quantité, où le prix représente le taux de change, les quantités étant des quantités de monnaie échangée. Nous ne savons pas *a priori* si ces points correspondent à ce que les offreurs et demandeurs auraient souhaité pour le prix qui prévaut. La détermination des courbes d'offre et de demande de monnaie dépend de plusieurs facteurs que nous allons définir par la suite. Nous verrons que l'inflation est l'élément principal qui permet d'expliquer la détermination du taux de change, tout au moins à long terme.

Il existe enfin un troisième concept de taux de change : la *parité*. Cette notion correspond à certaines dispositions institutionnelles.

Ainsi, dans le système de Bretton Woods¹, les banques centrales étaient tenues d'annoncer une parité, c'est-à-dire un taux de change de leur monnaie, par exemple en termes d'or, et de maintenir cette parité par leur politique d'intervention.

Supposons par exemple que la Banque centrale française annonce un prix de 5 francs pour 1 dollar. Si elle était tenue d'acheter et de vendre des francs contre des dollars à ce prix et à aucun autre prix, le taux de change constaté serait toujours égal à ce taux de change.

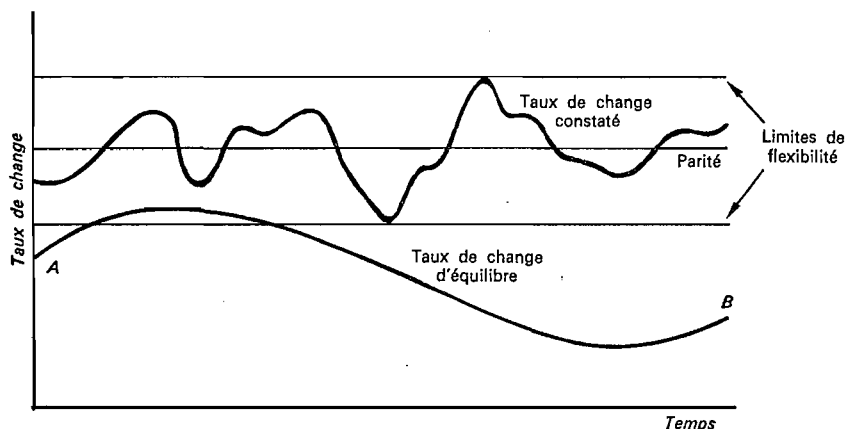


FIG. 2

Dans le système de Bretton Woods, il existait une marge de flexibilité, c'est-à-dire que les banques centrales n'étaient tenues d'intervenir sur le marché que lorsque le taux de change atteignait $\pm 1\%$ par rapport à la parité. Dans un tel système le taux de change constaté peut donc se situer en n'importe quel point entre les limites de flexibilité et ne coïncider que rarement avec la parité proprement dite.

Sur la figure 2 on a représenté la parité et un chemin possible du taux de change constaté. Quant au taux de change d'équilibre, il peut coïncider avec la parité, il peut être lui-même variable. Il se

1. C'est à Bretton Woods, aux Etats-Unis, que s'est tenue en 1944 la conférence monétaire internationale qui a déterminé le système monétaire international de l'après-guerre et donné naissance au Fonds monétaire international.

peut même qu'il soit en dehors de la marge de flexibilité (trajet *AB*). Dans ce cas il y a déséquilibre et le problème fondamental consiste à savoir s'il existe des mécanismes ou des politiques qui ramèneront le taux de change d'équilibre soit vers la parité, soit vers le taux de change constaté, ou si, au contraire, il est préférable de laisser se produire ou d'imposer une variation du taux de change constaté ou de la parité, de manière à les faire coïncider avec le taux de change d'équilibre.

Tel est le problème fondamental du choix des régimes de taux de change. Ceci implique de savoir qui, de la Banque centrale ou du marché des changes, est plus apte à réaliser cette coïncidence entre le taux de change d'équilibre et le taux de change constaté.

En fait il existe une infinité de régimes de change possibles, mais il est important de bien analyser les situations extrêmes. A une extrémité il y a le régime de taux de change purement flexible, c'est-à-dire que les offreurs et demandeurs sur le marché déterminent librement le taux de change sans aucune intervention de la Banque centrale. A l'autre extrémité, il y a le régime de changes parfaitement fixes dont le meilleur exemple est celui de la monnaie unique. Autrement dit, le franc de Paris est à un taux de change rigoureusement constant avec le franc de Bordeaux, par exemple; il y a un taux de change d'un contre un, par exemple, entre le franc Société Générale et le franc Crédit Lyonnais. C'est dans ce cas seulement qu'on peut parler rigoureusement de change fixe. En effet, dans les autres situations il y a plusieurs monnaies — par exemple le franc, le Deutsche Mark — et dans la mesure où ces monnaies sont émises par des systèmes bancaires différents, l'offre et la demande de chacune de ces monnaies peuvent varier de sorte qu'il est normal d'imaginer que le prix d'équilibre puisse varier. Dans le cas où il y a différentes monnaies, par conséquent, si le taux de change est fixe c'est simplement parce que les banques centrales interviennent. Ce qu'on appelle en général un régime de changes fixes est avant tout un système d'*intervention de la Banque centrale*.

Ceci est fondamental car il y a alors une relation entre la balance des paiements ou le marché des changes d'une part, et, d'autre part, la création monétaire, ce qui se lit dans le bilan de la Banque centrale. Les entrées et les sorties de devises ont des conséquences sur la masse monétaire, alors qu'en régime de changes flottants cette relation

n'existe pas puisque, par définition, la Banque centrale n'intervient pas sur le marché des changes.

Entre ces deux régimes de change, il y a une infinité de régimes possibles où la Banque centrale intervient plus ou moins, selon des règles plus ou moins discrétionnaires, à intervalles plus ou moins importants¹. Mais ces différences sont moins importantes que celles qui consistent à distinguer l'existence ou l'absence d'une intervention de la Banque centrale.

Nous allons maintenant développer la théorie explicative de la détermination à long terme des taux de change car c'est elle qui explique l'évolution historique des régimes de change, c'est elle qui permet de choisir rationnellement un régime de change. Certes, cette théorie ne permet pas d'expliquer l'évolution au jour le jour des taux de change, car plus on se situe à court terme plus est grand le nombre de variables qui jouent un rôle dans la détermination des taux de change. Nous nous dispenserons dans le présent livre de discuter de ces facteurs de court terme, notre objet n'étant pas d'aider les décisions spéculatives sur le marché des changes, mais d'aider à la compréhension des phénomènes macro-économiques.

Dans les paragraphes qui suivent nous allons construire l'édifice théorique annoncé pierre après pierre, c'est-à-dire que nous allons rechercher comment les principales variables économiques concernées sont reliées entre elles. Nous verrons donc qu'il existe des liens entre la politique de la Banque centrale d'un pays et la masse monétaire, entre la masse monétaire et l'inflation et entre l'inflation et le taux de change. Dans le présent chapitre, cependant, nous nous contenterons en quelque sorte d'une vue statique des choses, c'est-à-dire que nous rechercherons par exemple pourquoi il ne peut pas y avoir d'inflation sans croissance monétaire, mais nous ne nous interrogerons pas sur les relations dynamiques ou causales : ainsi, nous ne rechercherons pas pour le moment si c'est l'inflation qui est à l'origine d'une création monétaire ou si la relation causale fonctionne dans l'autre sens. La recherche de ces relations de causalité fera l'objet des chapitres qui suivent et nous verrons d'ailleurs que la causalité ne va

1. On parle souvent par exemple du flottement impur : c'est la situation où le taux de change est en principe déterminé librement par le marché des changes et où les banques centrales interviennent *en fait* de manière discrétionnaire sans préciser dans quelle mesure et à quel moment.

pas nécessairement dans le même sens dans tous les régimes de change.

Les paragraphes suivants aborderont donc successivement le problème de la création monétaire, c'est-à-dire celui de la relation entre la politique de la Banque centrale et la masse monétaire, la relation entre la variation de cette masse monétaire et l'inflation, puis — après quelques développements techniques sur la distinction entre prix relatifs et prix absolus — la relation entre taux d'inflation et variation de taux de change.

II — *La création monétaire*

La monnaie, avons-nous dit, est un pouvoir d'achat disponible. Elle peut, par ailleurs, être constituée par un bien matériel ou — comme cela est maintenant généralement le cas — par une créance sur une institution spécialisée, à savoir une banque. Ces créances peuvent être créées par échange contre des marchandises; elles le sont plus généralement à notre époque par échange contre des créances moins liquides.

L'évolution des institutions bancaires a conduit la plupart des pays à adopter des systèmes monétaires de type hiérarchique, national et étatique¹, c'est-à-dire qu'une banque — la Banque centrale — est placée au-dessus des autres et qu'elle est responsable de la politique monétaire pour un pays donné.

Même s'il n'en est pas nécessairement ainsi, nous analyserons uniquement, pour le moment, ce type d'organisation. Ceci conduit naturellement à distinguer les bilans des banques commerciales et celui de la Banque centrale. Cette dernière, placée au sommet de la « pyramide monétaire », est l'instrument du contrôle étatique sur la création monétaire par l'ensemble du système monétaire. On peut écrire schématiquement les bilans des institutions bancaires sous la forme suivante (voir schéma p. 19).

Ainsi, la Banque centrale possède en avoirs des créances intérieures, c'est-à-dire des créances sur l'économie et sur l'Etat. Si l'on est en régime de changes fixes, ou plus généralement si la Banque

1. On pourra se reporter à ce sujet à notre ouvrage, *L'unité monétaire européenne : au profit de qui ?*, Bruxelles, Institutum Europaeum, Paris, Economica, 1980.

Banque centrale		Banques commerciales	
Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements
— Créances intérieures sur : l'Etat l'Economie	— Billets <i>C</i> — Réserves des banques commerciales <i>R</i>	— <i>R</i> réserves — Créances intérieures ou extérieures	— Dépôts <i>D</i>
— Créances extérieures			

centrale intervient sur le marché des changes, elle possède également des créances extérieures, c'est-à-dire des créances sur les institutions bancaires étrangères. Dans ce dernier cas il existe donc des liens entre les systèmes monétaires nationaux, par l'intermédiaire des banques centrales.

En engagements la Banque centrale inscrit les billets, qui constituent des créances du public sur la Banque centrale, et les réserves des banques commerciales, c'est-à-dire des dépôts des banques commerciales auprès de la Banque centrale.

Ces réserves se retrouvent évidemment en avoirs au bilan des banques commerciales. Celles-ci possèdent également des créances intérieures, sur l'Etat et sur l'économie, et des créances extérieures. En engagements les banques commerciales inscrivent essentiellement les dépôts du public.

La *masse monétaire* est égale, *par définition*, au total des créances sur les institutions bancaires détenues par les agents non bancaires. Cette définition exclut par conséquent de la masse monétaire les réserves des banques commerciales auprès de la Banque centrale. Celles-ci ne constituent d'ailleurs pas un « pouvoir d'achat disponible », c'est-à-dire qu'elles ne sont pas directement échangeables contre toutes sortes de biens, mais les banques commerciales peuvent les échanger contre des billets, c'est-à-dire des créances liquides.

On aura donc l'identité suivante¹ :

$$(1) \quad M \equiv C + D.$$

1. Nous négligeons ici les pièces de monnaie, qui ne sont pas des créances sur des institutions bancaires, mais des marchandises produites et vendues par le Trésor.

Par ailleurs, on donnera le nom de *base monétaire* au total des avoirs ou des engagements qui figurent au bilan de la Banque centrale. Si l'on retient le côté engagements du bilan, la base monétaire sera égale par définition à la somme des billets et des réserves, soit :

$$(2) \quad B \equiv C + R.$$

Pour essayer d'expliquer la création monétaire, il faut évidemment introduire une explication du comportement des institutions bancaires et, éventuellement, des autres agents économiques.

Pour expliquer le partage de la masse monétaire entre les dépôts et les billets on supposera que les détenteurs de monnaie désirent une répartition constante de leurs avoirs entre les deux formes de monnaies, en fonction de leurs avantages de commodité respectifs. On aura donc :

$$(3) \quad C = cM.$$

Bien entendu le coefficient c n'est pas absolument le même à tout moment du temps. Ainsi il existe une évolution de long terme dans tous les pays qui conduit à la diminution de la part relative des billets dans la masse monétaire. La valeur limite de c atteinte dans les pays les plus développés est environ de 10 à 15 %. Nous supposons, par souci de simplification, que cette valeur limite a été atteinte, ce qui nous permettra de maintenir avec vraisemblance l'hypothèse selon laquelle ce coefficient est constant, tout au moins à long terme. En effet, même lorsque la valeur limite a été atteinte, des fluctuations du coefficient c n'en subsistent pas moins. Dans la mesure où, par la suite, nous nous intéresserons essentiellement au comportement à long terme des systèmes monétaires nous pourrions négliger ces fluctuations de court terme.

On écrira enfin que les réserves des banques commerciales représentent un certain pourcentage des dépôts des banques commerciales, soit :

$$(4) \quad R = rD^1.$$

1. Il existe en France un système compliqué de réserves à la fois sur les dépôts et sur les crédits. En fait, les coefficients de réserves sont généralement faibles, bien qu'ils aient atteint des niveaux élevés dans les années 1972-1974. Il faut bien reconnaître qu'ils jouent un rôle mineur dans la politique monétaire française par rapport à l'instrument principal qui est constitué par l'encadrement du crédit. Il s'agit d'une politique de limitation directe de la croissance du montant des créances détenues par les banques ou, plus précisément,

Le coefficient de réserves, r , rapport entre les réserves des banques commerciales et leurs dépôts, peut être soit un coefficient de réserves désirées, soit un coefficient de réserves obligatoires imposé par la Banque centrale. S'il s'agit d'un coefficient de réserves obligatoires, il constitue l'un des instruments de la politique monétaire de la Banque centrale : dans la mesure où la Banque centrale ne rémunère pas les réserves, alors que les autres créances détenues par les banques commerciales leur rapportent un taux d'intérêt, une augmentation du coefficient de réserves obligatoires diminue la rentabilité de l'activité bancaire et freine donc leur désir d'acheter des créances et de créer des dépôts en contrepartie¹. En effet, pour chaque unité de créance achetée, donc pour chaque unité de dépôt créée, les banques commerciales doivent constituer des réserves non rémunérées auprès de la Banque centrale dans une proportion égale à r .

S'il n'existe pas de réserves obligatoires, le coefficient de réserves r ne devient pas nul. En effet, les banques commerciales estiment prudent de conserver des réserves auprès de la Banque centrale dans la mesure où elles ont donné à leurs déposants une garantie de convertibilité, c'est-à-dire la promesse d'échanger à tout moment leurs dépôts contre des billets, s'ils le désirent, et c'est d'ailleurs cette garantie de convertibilité illimitée qui rend les créances sur les banques commerciales identiques à des créances sur la Banque centrale et échangeables à taux fixe entre elles-mêmes. Mais les banques commerciales doivent pouvoir faire face au risque d'une demande de conversion. Si une banque avait un seul client ce risque serait grand et elle serait pratiquement obligée de détenir des réserves égales à ses dépôts, c'est-à-dire un coefficient de réserves égal à un, ce qui rendrait évidemment son activité non rentable. Plus la taille d'une banque est grande plus il y a de chances que les demandes de conversion des dépôts en billets

d'une partie de leurs créances. De ce point de vue, les relations étudiées ci-dessous sous le nom de multiplicateur monétaire ne s'appliquent pas directement à la France. Il n'en reste pas moins qu'il existe une relation entre la politique monétaire de la Banque de France et la création monétaire, et nous verrons dans les chapitres suivants dans quelle mesure, selon les régimes de change, cette politique monétaire a des conséquences sur le taux de change ou est affectée par lui. Sur le politique monétaire française on pourra se reporter à notre texte, « La politique monétaire française ou comment ne pas lutter contre l'inflation », *Vie et sciences économiques*, janv. 1980.

1. Si les réserves sont rémunérées, le contrôle monétaire est possible si la Banque centrale n'accepte pas une croissance illimitée des réserves des banques, par exemple en utilisant une politique d'open-market — achats et ventes de créances — ou en limitant le réescompte.

soient compensées par des mouvements en sens inverse. Le coefficient de réserves peut alors être considérablement plus faible. La valeur de ce coefficient est évidemment affectée par les conditions de l'activité bancaire, par exemple par les taux d'intérêt sur les différentes créances et, éventuellement, sur les différents types de dépôts (dépôts à vue ou à terme, etc.) ou par le degré de risque des opérations de prêt. Par souci de simplification nous supposerons cependant par la suite que ce coefficient est constant. Les travaux empiriques montrent d'ailleurs que la stabilité du comportement des banques est suffisante pour que l'on puisse accepter cette hypothèse.

A partir des fonctions de comportement (3) et (4) et des égalités de définition (1) et (2) on trouvera la relation suivante entre la base monétaire et la masse monétaire :

$$(5) \quad M = \frac{1}{c + r(1 - c)} B = k B$$

où le coefficient k est appelé *multiplicateur monétaire*. Ce coefficient est constant dans la mesure où c et r sont constants.

Ainsi, la masse monétaire est égale à un multiple de la base monétaire. Il serait évidemment faux de penser que le coefficient de proportionnalité est absolument constant et il varie en fait dans le temps. Il y a en effet toutes sortes de raisons pour expliquer ces variations de court terme : changements d'anticipations, délais d'ajustement, etc. Il est par contre légitime de supposer qu'il existe une valeur d'équilibre à long terme de ce coefficient et les travaux empiriques le confirment d'ailleurs.

On trouverait d'autres formules de multiplicateurs monétaires en faisant d'autres hypothèses de comportement et en décomposant les bilans bancaires. Au niveau où nous nous plaçons, il suffit de souligner que de nombreux travaux empiriques ont montré qu'il existait une relation stable entre la masse monétaire et la base monétaire, ce que nous traduirons de la manière très générale suivante :

$$(6) \quad \dot{B} \leftrightarrow \dot{M}$$

(où le point au-dessus d'une variable représente un taux de variation, c'est-à-dire, par exemple, que $\dot{B} = \frac{dB}{dt} \frac{1}{B}$).

Pour le moment rien ne nous permet de dire que c'est la croissance de la base monétaire qui détermine la croissance de la masse monétaire ou bien que c'est la croissance de la masse monétaire qui détermine la croissance de la base monétaire, donc la politique monétaire de la Banque centrale.

III - *L'inflation*

L'inflation est l'augmentation continue des prix des marchandises en termes de monnaie ou, autrement dit, la diminution continue du prix de la monnaie en termes d'un « panier » de marchandises. Le prix d'un bien ou d'un groupe de biens par rapport à un autre augmente lorsque la demande croît trop vite par rapport à l'offre. La monnaie ne peut donc se déprécier que dans la mesure où l'offre de monnaie croît trop rapidement par rapport à la demande.

Ces propositions paraissent banales et on aurait un peu honte à les rappeler si elles n'étaient malheureusement pas oubliées bien souvent. Tous les jours on entend parler de l'inflation sans que le mot de « monnaie » soit prononcé, on entend parler de politique anti-inflationniste sans qu'il soit question de politique monétaire. L'inflation, c'est la dépréciation de la monnaie. Peut-on ignorer la monnaie pour parler de l'inflation ? Pas plus qu'on ne pourrait ignorer l'offre et la demande de carottes pour étudier le prix des carottes. Pourquoi ce qui paraît évident pour les carottes ne paraît-il pas évident pour la monnaie ?

Bien entendu, si l'on étudie le fonctionnement du marché des carottes et les raisons pour lesquelles leur prix augmente ou diminue, on ne se contentera pas de la proposition selon laquelle le prix dépend de l'offre et de la demande, mais il serait évidemment inexcusable de l'oublier. La démarche de l'économiste consiste à construire un modèle — qu'il soit formalisé ou non — c'est-à-dire une théorie explicative, à en tirer les conséquences (par exemple sur le prix des biens étudiés) et à confronter ces conclusions aux phénomènes effectivement observés. Ainsi, pour expliquer la formation du prix des carottes on fera intervenir, par exemple, le caractère saisonnier de la production, l'existence de politiques douanières ou de politiques d'intervention, etc.

De la même manière pour expliquer l'inflation il ne suffit évidemment pas de dire qu'il y a une offre et une demande de monnaie. Il faudra encore un modèle explicatif et testable de cette offre et de cette demande.

Aussi longtemps que ce modèle n'aura pas été élaboré et testé empiriquement, nous n'aurons guère qu'un cadre de raisonnement très général, mais incapable d'expliquer et donc de prévoir l'inflation, ni bien sûr de la corriger. Un nombre plus ou moins grand de variables peut ou doit être retenu pour expliquer l'offre ou la demande de monnaie et l'explication est d'ailleurs d'autant plus puissante qu'elle utilise un plus petit nombre de variables explicatives. Par contre, beaucoup de prétendues théories de l'inflation consistent à prendre plus ou moins au hasard certaines de ces variables — ou d'autres qui n'ont rien à voir avec l'offre et la demande de monnaie — et à oublier le cadre monétaire du raisonnement, c'est-à-dire l'offre et la demande de monnaie. C'est ainsi que l'on parlera par exemple des inégalités sociales, des firmes multinationales, des excès de l'investissement, de la croissance de la population, etc. Ces différentes variables auraient peut-être un rôle à jouer dans un modèle qui aurait la prétention — irréaliste — d'expliquer en détail la totalité d'un système économique, mais elles ne fournissent pas une théorie explicative de l'inflation.

Si, par conséquent, être monétariste c'est choisir un cadre monétaire pour expliquer l'inflation, tout le monde devrait être monétariste et, pour notre part, nous refusons d'emblée une explication de l'inflation qui ne serait pas monétariste, en ce sens très large. Ce qui caractérise ce que l'on appelle — par suite d'un goût trop prononcé pour les étiquettes — l'« école monétariste » n'est donc pas ce seul choix, mais une certaine spécification du modèle explicatif¹. Selon les auteurs tel ou tel processus se verra d'ailleurs donner un rôle plus ou moins important.

L'analyse monétaire de l'inflation s'appuie en tout cas sur l'idée qu'il existe une demande de monnaie stable, c'est-à-dire que la demande de monnaie ne varie pas de manière aléatoire, mais en fonction des variations d'un certain nombre de variables très précisément

1. Cf. F. AFTALION et P. PONCET, *Le monétarisme*, Paris, PUF, 1981, coll. « Que sais-je ? », n° 1962.

repérées, par exemple le revenu, le niveau général des prix, le taux d'inflation anticipé ou le taux d'intérêt¹.

Dire qu'il n'y a pas d'inflation sans croissance monétaire ne veut donc pas dire que d'autres facteurs n'interviennent pas dans la génération de l'inflation, ni que la croissance monétaire est un facteur « initial » plutôt qu'« intermédiaire ». L'inflation est un processus dynamique où les différentes variables économiques influent les unes sur les autres. Il se peut que, dans certaines conditions, la croissance monétaire soit explicable surtout par des facteurs de demande de monnaie, les autorités monétaires se contentant de répondre « passivement » aux demandes des agents économiques ; dans d'autres cas il se peut qu'elle soit due à des facteurs d'offre de monnaie par exemple parce que le déficit budgétaire est trop important et que les autorités ont décidé de le financer par des moyens monétaires.

L'inflation étant un processus continu où les facteurs inflationnistes se nourrissent les uns les autres, il est évidemment difficile de décrire l'inflation dans la mesure où la description a nécessairement un début et une fin. Il faut bien se donner un point de départ, dans l'explication, mais le lecteur doit se garder d'en conclure que ce point de départ de l'exposition du problème correspond au point de départ du processus. Supposons donc qu'à un moment donné la croissance monétaire est « trop » rapide. Les agents économiques ne désirent pas détenir n'importe quelle quantité de monnaie (il y a une demande stable de monnaie). S'ils ont trop de monnaie, pour un certain état des prix, des revenus et des anticipations, ils vont essayer de dépenser ces encaisses excessives et d'acheter d'autres types de biens, actifs financiers ou produits. A ce niveau une multitude de phénomènes peuvent se produire et il n'existe pas un processus unique de transmission de l'inflation. Ainsi l'augmentation de la demande de titres ferait monter le prix des titres — c'est-à-dire baisser le taux d'intérêt — si l'offre de titres restait la même. Or, il se peut que les vendeurs de titres, c'est-à-dire les emprunteurs de fonds, modifient leurs anticipations d'inflation, compte tenu de la croissance de la masse monétaire.

1. Nous donnons ci-après (p. 28) une spécification simple de la demande de monnaie. Mais l'étude détaillée soit de la demande de monnaie soit du monétarisme ne relève pas du présent ouvrage et on se reportera pour cela aux références signalées par ailleurs, par exemple les ouvrages de F. AFTALION et P. PONCET ou de D. LAIDLER, *La demande de monnaie. Théories et vérifications empiriques*, Paris, Dunod, 1974.

Ils peuvent alors demander une augmentation du taux d'intérêt, qui ne sera pas sans effet sur le marché des marchandises. Ainsi, la demande et l'offre de titres peuvent être modifiées de multiples manières, ce qui affecte d'ailleurs les autres marchés. Il n'est donc pas possible de décrire un processus unique de fonctionnement du marché des titres.

Il en est évidemment de même pour la production de marchandises : comment les producteurs vont-ils réagir à l'augmentation de la demande ? S'ils ont une capacité de production inutilisée, ils commenceront peut-être par accroître leur production et l'accroissement de demande sera satisfait sans augmentation de prix. Dans l'hypothèse contraire, ils pourront choisir de diminuer leurs stocks ou, au contraire, d'augmenter leurs prix. Leurs décisions dépendront, entre autres choses, de leurs prévisions sur l'évolution future des prix de vente, des prix de leurs fournitures et des salaires. L'hypothèse essentielle que l'on doit faire pour analyser ces phénomènes est que les agents économiques sont rationnels et qu'ils essaient de tirer le plus possible d'avantages de la situation telle qu'ils la perçoivent. Il se peut que leurs anticipations soient incorrectes, mais elles n'en inspirent pas moins une action et elles constituent un facteur fondamental de la chaîne causale.

Prenons un autre exemple. Imaginons qu'on se trouve dans un processus inflationniste et supposons que les salariés sont capables de voir la différence entre un salaire nominal et un salaire réel. Ils ont constaté une certaine augmentation des salaires et des prix dans le passé, et, d'une manière qui est tout à fait légitime de leur part, ils essaient de se prémunir pour le futur contre les hausses des prix. Si, par exemple, il paraît possible d'avoir une croissance des salaires réels de 5 % et si les salariés ont constaté qu'il y avait 10 % de taux d'inflation dans le passé, ils vont légitimement demander au moins 15 % de croissance de leurs salaires nominaux. En fait ils demanderont probablement plus parce que l'inflation est un processus qui introduit des risques de telle sorte qu'on peut légitimement penser que si l'on a eu 10 % d'inflation dans la période précédente, on aura peut-être 12 % dans l'avenir. Les salariés demandent donc une prime de risque, par exemple de 2 %, et au total ils demandent une croissance des salaires nominaux de 17 %.

De la même manière, le signataire d'un contrat de prêt essaiera de se prémunir contre le risque dû à l'inflation. L'entrepreneur qui

fixera ses prix pour une période de vente, lui aussi, incorporera une certaine prime de risque. Par ailleurs, il acceptera d'autant plus facilement d'accorder une hausse des salaires de 17 % que lui-même prévoira d'augmenter ses prix, par exemple de 12 % si sa productivité croît à un taux de 5 %. Chacun pratique le même type de calcul économique mais, selon les secteurs, selon les cas, des distorsions économiques sont introduites par l'inflation, parce que différents producteurs, différents salariés sont inégalement aptes à répercuter leurs anticipations sur leurs revendications ou ont des anticipations différentes. Mais l'inflation ne peut se perpétuer que si les autorités monétaires *ratifient* ces facteurs de hausse, c'est-à-dire qu'elles fournissent aux agents économiques les moyens monétaires qui permettent de financer la croissance des prix. Les autorités monétaires hésitent souvent à arrêter le processus inflationniste parce qu'elles craignent des conséquences réelles peu souhaitables, en particulier l'augmentation du chômage. Si, par exemple, tout le monde a fait des prévisions d'inflation de 10 % et demandé une prime de risque de 2 %, si les entrepreneurs ont accepté une hausse des salaires de 17 % et si les prix ne peuvent pas augmenter de 12 % parce que les moyens monétaires créés n'augmentent pas à un taux suffisant, il est évident qu'une série d'entreprises seront mises en faillite ou seront obligées de débaucher et le chômage apparaîtra. A partir du moment où l'inflation s'est développée, où les anticipations sont devenues inflationnistes, la lutte contre l'inflation est presque nécessairement une cause de chômage. C'est pourquoi les autorités se trouvent devant un dilemme. Il faut bien voir cependant que le coût du chômage, dû au ralentissement de l'inflation par les autorités monétaires, est un coût transitoire, en attendant que les agents économiques aient modifié leurs anticipations et qu'ils les aient ramenées vers la baisse. Si, par exemple, la lutte contre l'inflation a été efficace et si tous les salariés, les entrepreneurs, les cosignataires de contrats de prêt anticipent désormais un taux d'inflation de 2 %, il n'y a plus de distorsion entre la croissance des coûts nominaux et la croissance des prix, ce qui était une cause de chômage. Le coût de la lutte contre l'inflation est donc un coût transitoire. Ceci constitue l'une des leçons de l'« école monétariste »¹.

1. Il serait plus exact de l'appeler « l'école de la rationalité ». Elle applique à la macro-économie les principes traditionnels de la théorie économique, en particulier l'hypothèse de rationalité des comportements humains, en insistant sur le rôle des anticipations.

Il n'y a pas par conséquent un choix à faire dans le long terme entre chômage et inflation. On peut avoir le même niveau d'emploi avec n'importe quel taux d'inflation. Ainsi un taux d'inflation faible de 0 ou 2 % est compatible avec le plein emploi. Ceci constitue la critique de la fameuse courbe de Phillips, selon laquelle on ne peut avoir moins de chômage qu'en acceptant plus d'inflation. Plus précisément il y a un taux de chômage minimum qui correspond au taux de chômage désiré. Ce terme choque parfois et si l'on parlait de « non-travail » plutôt que de chômage il serait mieux accepté. Toujours est-il qu'il existe un taux unique de « non-travail désiré » qui est compatible avec n'importe quel taux d'inflation et en dessous duquel on ne peut pas durablement se placer¹.

A court terme, par contre, il y a toute une série de courbes semblables aux courbes de Phillips. Si on lutte contre l'inflation en diminuant les moyens monétaires disponibles, on descendra le long d'une courbe de Phillips, on créera du chômage, mais, peu à peu, on reviendra vers le taux de chômage désiré (trajet ABC sur la figure 3).

La raison fondamentale pour laquelle on peut soutenir qu'il n'y a pas d'inflation sans croissance monétaire tient au fait que l'on peut définir une fonction stable de demande de monnaie, justifiée théoriquement et amplement vérifiée empiriquement. Il n'y a évidemment pas lieu d'étudier ici l'ensemble de la théorie de la demande de monnaie ni de discuter les recherches empiriques à ce sujet². On peut simplement rappeler que cette demande de monnaie peut avoir la forme suivante :

$$(7) \quad M^d = gPy$$

où M^d représente la demande de monnaie, g est un coefficient, P est le niveau général des prix, c'est-à-dire le prix d'un panier de marchandises en termes de numéraire monétaire, et y est le revenu réel.

Le coefficient g est l'inverse de la vitesse de circulation de la monnaie, v . Il dépend en particulier du taux d'intérêt réel, qui représente le « coût d'opportunité » de la détention de monnaie en termes de rendement des titres, et du taux d'inflation anticipée qui représente

1. Sur ce point on pourra se reporter à E. M. CLAASSEN et P. SALIN, *L'Occident en désarroi. Turbulences d'une économie prospère*, Paris, Dunod, 1978, chap. I.

2. Cf. D. LAIDLER, *op. cit.*

le coût d'opportunité de la détention de monnaie en termes de marchandises.

La vitesse de circulation de la monnaie est d'autant plus grande — donc g d'autant plus petit — que l'inflation anticipée est plus forte, c'est-à-dire qu'il y a fuite devant la monnaie, les individus détenant moins longtemps des encaisses qui se déprécient plus vite. De même, si le taux d'intérêt réel augmente, les individus sont incités à détenir moins de monnaie et plus de titres. On a donc :

$$(\delta) \quad M^d = g(r, \pi^*) Py$$

où r représente le taux d'intérêt réel et π^* le taux d'inflation anticipé.

Bien entendu la valeur de g peut varier dans le court terme en fonction des valeurs prises par les variables explicatives r et π^* . Dans l'étude de l'équilibre à long terme il n'en reste pas moins légitime de supposer que ces variables explicatives sont constantes, donc que g est constant : on ne peut pas imaginer une variation continue dans le même sens du taux d'intérêt réel pas plus qu'une augmentation indéfinie ou une diminution indéfinie du taux d'inflation anticipé.

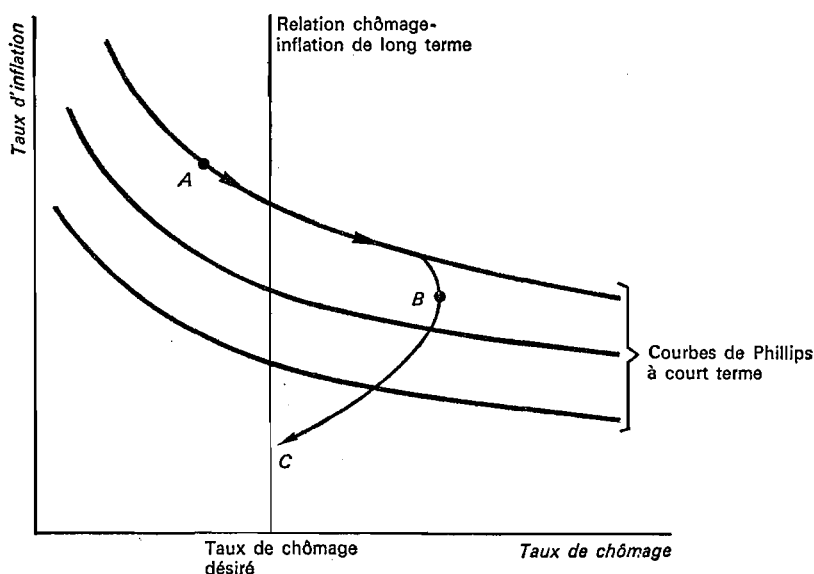


FIG. 3

Si g est constant, le taux de croissance de la quantité de monnaie demandée est égal, d'après l'équation (7), à la somme du taux d'inflation et du taux de croissance réelle du revenu soit :

$$(9) \quad \dot{M}^d = \pi + \rho$$

où ρ est le taux de croissance du revenu réel.

A l'équilibre le taux de croissance de la demande de monnaie est égal au taux de croissance de l'offre de monnaie. Le taux de croissance de la quantité de monnaie, \dot{M} , est donc égal à :

$$(10) \quad \dot{M} = \pi + \rho.$$

Le taux de croissance du revenu réel est déterminé par des facteurs réels, par exemple l'accumulation de capital, la croissance de la population et le rythme du progrès technique. Nous le supposons donc exogène, c'est-à-dire comme étant un paramètre et non une variable déterminée par le modèle macro-économique que nous sommes en train de construire.

L'une ou l'autre des deux variables restantes de l'équation (10), à savoir \dot{M} ou π , peut donc être déterminée au moyen de cette équation. Pour le moment nous ne déciderons pas du point de savoir si c'est la croissance monétaire qui détermine le taux d'inflation ou si c'est le taux d'inflation qui détermine la croissance monétaire — le taux de croissance réelle étant donné — et nous écrirons seulement la relation de compatibilité entre les deux variables, à savoir :

$$(11) \quad \dot{M} \leftrightarrow \pi.$$

Nous avons ainsi construit la deuxième pierre de notre édifice théorique¹. Nous verrons ultérieurement comment la flèche double — qui exprime une relation de compatibilité entre deux variables — peut être remplacée par une flèche simple — qui exprime une relation de causalité.

1. Pour bien préciser nos remarques de départ rappelons ceci : si la demande de monnaie était parfaitement aléatoire on devrait abandonner la relation entre l'inflation et la quantité de monnaie. L'inflation n'en resterait pas moins un phénomène monétaire au sens très large puisque définie comme la dépréciation de la monnaie en termes d'un panier de marchandises.

IV - Prix relatifs et prix absolus

Pour essayer de concrétiser cette distinction, nous allons nous référer à un événement particulier, la hausse des prix du pétrole. Supposons pour le moment qu'il existe une seule monnaie dans le monde, le dollar. Supposons par ailleurs pour simplifier qu'il existe seulement deux produits : le pétrole et le blé (ce dernier étant, en fait, représentatif de tous les autres produits (fig. 4)).

La droite t_1 est la droite des termes d'échange; elle représente le prix relatif entre un produit et un autre, pris comme numéraire. Tout au long de cette droite, le prix relatif du pétrole en termes de blé est constant. Au point A un baril de pétrole vaut 1 dollar, un quintal de blé vaut aussi 1 dollar. Au point E un baril de pétrole vaut 2 dollars, 1 quintal de blé vaut aussi 2 dollars. Les termes d'échange du pétrole

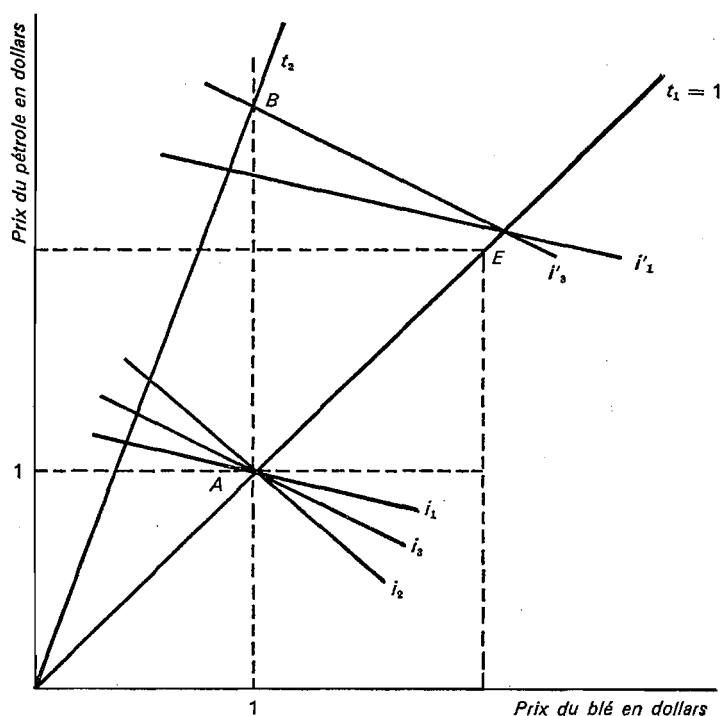


FIG. 4

contre le blé sont de 1 contre 1 : on échange 1 quintal de blé contre un baril de pétrole, quel que soit le point de t_1 où l'on se trouve.

Pour exprimer le *prix en monnaie* d'un ensemble de biens hétérogènes, c'est-à-dire le niveau absolu des prix, les statisticiens définissent un indice général des prix. On sait que l'indice général des prix est construit en donnant une certaine pondération aux différents produits. Par exemple, on aura :

$$(12) \quad P = aP_p + (1 - a)P_b$$

où P est le niveau général des prix, P_p le prix du pétrole et P_b le prix du blé.

Bien entendu, le choix des pondérations, a et $(1 - a)$, peut être extrêmement varié, d'autant plus que la structure productive ou la structure des consommations se modifie normalement dans le temps et que, par conséquent, l'importance relative des différents biens se modifie. Le problème que rencontrent les statisticiens dans la définition de l'indice des prix consiste à savoir s'il faut prendre la pondération de la période de base ou de la période finale ou encore une pondération intermédiaire. Cela signifie qu'à chaque couple de valeurs de a et de $1 - a$, c'est-à-dire à chaque indice des prix, correspond une droite différente passant par le point A : chacune des droites i passant par A représente le même niveau absolu des prix mais pour un système de pondération différent¹.

Supposons maintenant, par exemple, que les termes d'échange entre le pétrole et le blé se modifient et passent de t_1 à t_2 , c'est-à-dire que le prix du pétrole augmente en termes de blé. Supposons que l'on passe du point A en un point B situé sur t_2 . Selon qu'on utilisera tel ou tel indice des prix, on aura une mesure de l'augmentation des prix absolus plus ou moins importante puisque différents indices donnent un poids plus ou moins important au bien dont le prix augmente le plus. L'indice des prix i_3 se traduit par des droites qui sont toutes parallèles à la droite i_3 (par exemple i'_3). Il y aura une certaine augmentation des prix selon l'indice i_3 , mais on aurait enre-

1. En effet, de l'équation (12) on peut tirer $P_p = \frac{(1 - a)}{a} P_b + P$ qui est l'équation des droites i de la figure 4. Pour une valeur donnée de P , par exemple un niveau général des prix égal à 1, il existe une infinité de droites, dont les pentes, c'est-à-dire $(1 - a)/a$, diffèrent. Par ailleurs, pour une pente donnée, c'est-à-dire pour un indice des prix donné, il existe autant de droites parallèles que de niveaux de prix P .

gistré une hausse du niveau général des prix plus forte avec un indice tel que i_1^1 . Il y a donc un important problème de mesure statistique. Laissons cependant temporairement ce problème pour en revenir au problème de la variation des prix du pétrole.

Reprenons les termes d'échange initiaux t_1 . Ce que les pays producteurs de pétrole désiraient par exemple en 1973 c'était accroître le *pouvoir d'achat* qu'ils obtenaient par la vente d'un baril de pétrole. Ils désiraient un passage semblable à celui de t_1 à t_2 et non un déplacement sur t_1 (passage par exemple d'un prix de 1 contre 1 à un prix de 2 contre 2) car le pouvoir d'achat du baril de pétrole n'aurait pas été modifié dans ce cas.

Mais le résultat désiré peut théoriquement être obtenu d'une foule de manières. On peut imaginer toute une série de chemins permettant par exemple de doubler le prix du pétrole par rapport au blé, c'est-à-dire de passer de t_1 à t_2 .

Un processus possible consiste à passer de A à C (fig. 5) : on augmente le prix du pétrole en dollars, le prix du blé ne changeant pas. Bien entendu, les pays producteurs de pétrole peuvent modifier les prix du pétrole en dollars mais ils ne peuvent pas agir sur le prix du blé². On pourrait cependant imaginer en théorie un trajet comme AD où la variation des termes d'échange est obtenue par une diminution du prix du blé, le prix du pétrole restant constant; ou tout autre trajet, par exemple une plus forte croissance du prix en dollars du pétrole que du prix du blé. Compte tenu de la diversité des situations possibles, dans quelle mesure peut-on dire que l'augmentation du prix du pétrole en dollars est une cause d'inflation mondiale?

Puisqu'il n'y a pas d'inflation sans croissance monétaire il ne peut pas y avoir d'inflation mondiale sans croissance monétaire mondiale. Pour défendre la thèse selon laquelle l'augmentation des prix du pétrole est une cause d'inflation il faut donc démontrer qu'elle entraîne une création supplémentaire de monnaie dans le monde. Or, il n'existe aucun lien direct entre l'augmentation du prix du pétrole et la politique monétaire des responsables de la politique monétaire dans le monde³. L'augmentation du prix du pétrole n'est pas par elle-

1. La pondération du pétrole est plus élevée dans l'indice i_1 .

2. Sauf hypothèse de monopole ou de cartel d'achat.

3. On verra dans les chapitres suivants quelles institutions peuvent être considérées comme responsables de la « croissance monétaire mondiale » dans différents régimes de change.

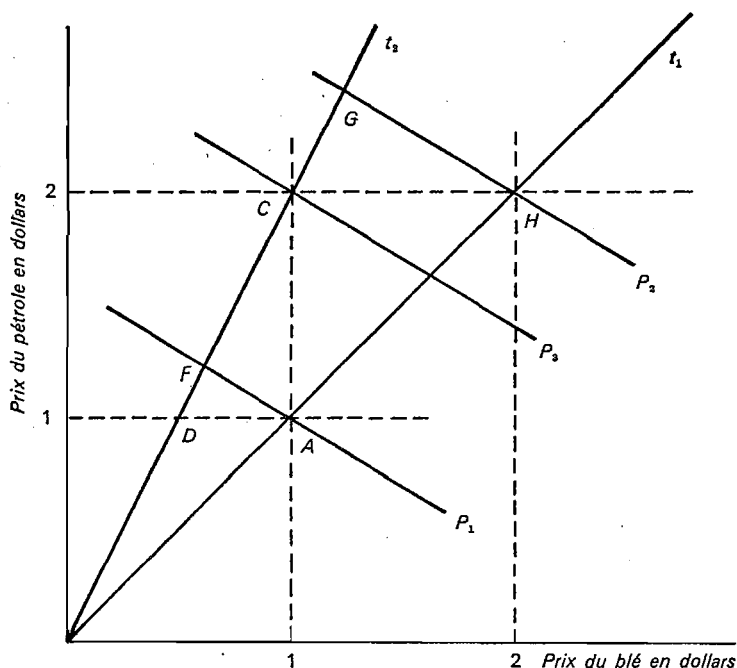


FIG. 5

même inflationniste. Nous pouvons même imaginer des processus où le niveau général des prix diminue et où le prix du blé diminue plus que le prix du pétrole, permettant ainsi l'augmentation du prix relatif du pétrole.

Si l'augmentation du prix du pétrole n'est pas à elle seule une cause d'inflation mondiale, puisqu'il n'y a inflation mondiale que s'il y a création monétaire mondiale, on peut cependant dire à propos de ce problème ce qui a été dit précédemment au sujet de l'inflation. La hausse du prix du pétrole a été inflationniste d'une manière indirecte, dans la mesure où les autorités monétaires ont ratifié ce facteur de hausse. Si les autorités monétaires dans le monde (les banques centrales dans leur ensemble) avaient refusé de faire de la création monétaire, il n'y aurait pas eu d'inflation mondiale ou d'accélération de l'inflation mondiale.

Imaginons par exemple que l'on ait eu un taux d'inflation nul

dans le monde initialement. Fin 1973, les producteurs de pétrole augmentent le prix du pétrole en termes de dollars. On passe de A à C . Il se serait passé exactement la même chose que dans l'hypothèse évoquée précédemment où les salaires augmentent, mais où la Banque centrale refuse de créer les moyens monétaires correspondants. Le passage de A à C représente une augmentation de l'indice du niveau général des prix dans le monde. Cependant, cette hausse de prix ne peut se perpétuer que si elle a les *moyens monétaires* de se perpétuer. Imaginons ce qui se serait passé si toutes les banques centrales avaient refusé de faire de la création monétaire. Il y aurait eu un phénomène de chômage mondial plus accentué, dans la mesure où la quantité de monnaie offerte aurait été insuffisante pour financer une même quantité de transactions que précédemment, alors que le prix d'une partie d'entre elles avait augmenté. Cela signifie qu'on aurait eu un processus de déflation mondiale temporaire, c'est-à-dire qu'on serait passé, par exemple, à un point tel que le point F (on suppose que le point F est placé sur une droite d'indice des prix qui passe par le point A). Au point F , nous avons le même niveau absolu des prix qu'au point A . Les producteurs de blé et les producteurs de pétrole faisant face en C à une demande insuffisante en termes *nominaux* auraient été obligés de baisser leurs prix jusqu'à F . Mais, bien entendu, dans la phase d'ajustement, il aurait pu apparaître du chômage dans la mesure où les salariés et leurs employeurs n'auraient pas anticipé cette baisse du niveau général des prix de telle sorte que les salaires réels seraient devenus trop élevés.

Lorsque, dans une première phase, on était passé de A à C , il y avait eu augmentation du niveau général des prix et apparition d'anticipations inflationnistes, entraînant des comportements d'adaptation de la part des salariés, des entrepreneurs, etc. Si l'on passe de C à F , il y a baisse générale des prix et il faut du temps pour que les anticipations se modifient. Dans la période intermédiaire il y a du chômage.

Si, par contre, l'augmentation du prix du pétrole se produit alors qu'il y a déjà inflation mondiale — comme cela était le cas au cours des années soixante-dix — l'ajustement est plus facile. Supposons en effet qu'en l'absence de variation du prix relatif du pétrole (passage de t_1 à t_2) on soit passé de A à H (inflation mondiale). S'il y a augmentation du prix du pétrole on passera, par exemple, de A à G .

Les points H et G sont situés sur la même droite d'indice des prix. L'augmentation du niveau général des prix, lorsqu'on passe simultanément de t_1 à t_2 , implique une augmentation du prix en dollars du pétrole plus rapide que celle du prix en dollars du blé. Il n'en reste pas moins que ceci peut impliquer un ralentissement de la hausse du prix en dollars du blé par rapport à la période précédente et que les producteurs de blé peuvent avoir quelques difficultés à s'y adapter. Les autorités monétaires peuvent alors être tentées de pratiquer une politique monétaire plus expansionniste, ce qui conduit à un indice des prix plus élevé que P_2 .

Dans l'appréciation des régimes de taux de change, il est important de distinguer soigneusement les variations de prix relatifs et les variations de prix absolus. Les variations de prix relatifs dépendent des variations de la demande ou des variations des conditions de la production. Dans le cas du pétrole c'est l'apparition d'un cartel qui a provoqué la variation de prix relatifs. Mais il peut s'agir de toute autre hypothèse : par exemple des taux de progrès technique différents dans différentes activités entraînent des variations de prix relatifs entre les biens. Par contre, il n'y a augmentation des prix absolus — inflation — que s'il y a création monétaire.

La distinction entre prix relatifs et prix absolus va maintenant nous servir pour étudier la détermination du taux de change.

v — *La détermination du taux de change à long terme*

L'objet du présent ouvrage étant non pas d'étudier les processus d'ajustement international, mais d'étudier les systèmes monétaires internationaux, nous n'évoquerons qu'occasionnellement le problème de la détermination à court terme du taux de change (ce sera par exemple le cas dans le chapitre suivant lorsque nous étudierons le rôle de la spéculation dans un régime de changes flottants).

Si les évolutions de certaines variables, par exemple la masse monétaire, le niveau général des prix ou le taux de change, sont nécessairement liées entre elles sur le *long terme*, un système monétaire qui ne permettrait pas d'assurer cette compatibilité entre les variables provoquerait des déséquilibres économiques et serait voué à l'échec.

L'histoire monétaire du xx^e siècle en donne malheureusement bien des exemples.

Le fondement de la théorie de la détermination du taux de change se trouve dans l'idée qu'il existe dans le monde un système d'arbitrage de prix, autrement dit que le prix d'un même bien en termes d'un même numéraire est le même partout, tout simplement parce que la concurrence assure cette égalisation des prix.

Soit un bien quelconque i : appelons P_{ij} le prix de ce bien dans un pays j et P_{iw} le prix « mondial » de ce même bien.

Supposons d'abord qu'il y a une seule monnaie dans le monde, c'est-à-dire que tous les prix sont exprimés en termes d'un même numéraire.

Le prix d'une unité de ce bien dans le pays j sera égal à :

$$(13) \quad P_{ij} = (P_{iw} + r_i)(1 + t)$$

où r est le coût de transport par unité et t représente le taux des droits de douane. Nous avons dit plus haut que le fondement de la théorie de la détermination du taux de change tenait dans l'idée qu'un même bien a un même prix dans l'ensemble du monde. En fait il y a un certain nombre de causes d'écart entre le prix mondial et le prix dans le pays, par exemple le coût du transport et les droits de douane qui figurent dans l'équation (13). On peut en ajouter d'autres, par exemple le fait qu'il y a des monopoles d'importation, ou bien des contrats publics avec des privilèges pour les producteurs nationaux ou des réglementations qui imposent des contraintes particulières. Mais ces différences entre pays n'ont pas beaucoup d'importance dans la mesure où, comme nous le verrons, ce n'est pas le niveau absolu des prix qui importe pour l'analyse présente, mais leur taux de variation.

Supposons maintenant qu'il existe deux monnaies dans le monde, le franc étant la monnaie du pays j et le dollar la monnaie du reste du monde.

Le taux de change e représente le nombre de francs pour 1 dollar. Le prix en francs du bien i dans le pays j est alors égal à :

$$(14) \quad P_{ij} = e(P_{iw} + r_i)(1 + t)$$

ou encore

$$(14') \quad P_{ij} = e\lambda\tau$$

où λ représente la somme du prix mondial et des frais de transport, c'est-à-dire le prix à l'arrivée — prix CAF — en termes de monnaie étrangère, et où τ représente $(1 + t)$.

Dans la mesure où nous nous intéresserons par la suite uniquement à des taux de variation on écrira d'après l'équation (14) :

$$(15) \quad \dot{P}_{ij} = \dot{e} + \dot{\lambda} + \dot{\tau}$$

où, ainsi qu'on l'a déjà vu, un point au-dessus d'une variable indique un taux de variation.

Dans le long terme il est parfaitement légitime de supposer que les droits de douane n'augmentent pas ou ne diminuent pas continuellement. Autrement dit, on peut légitimement faire l'hypothèse suivante :

$$(16) \quad \dot{\tau} = 0.$$

Bien entendu, si l'on veut étudier des hypothèses où l'on a eu, par exemple, un désarmement douanier continu sur 10 ou 20 ans, on peut introduire l'hypothèse que $\dot{\tau}$ est différent de 0, mais c'est un phénomène accessoire par rapport au phénomène étudié¹.

Étudions par ailleurs la variation de λ ; λ est la somme du prix mondial et des coûts de transport. Il est évident qu'il peut y avoir des variations de prix relatif entre le prix mondial du bien i et le coût de transport, par exemple si le progrès technique est plus rapide dans la fabrication du bien i que dans le transport.

Cependant, cette variation de prix relatifs n'est pas non plus essentielle à notre propos, qui consiste à étudier la variation des prix *absolus* en fonction du régime de change². Faisons donc une hypothèse simplificatrice qui ne modifie pas la substance de l'argument, à savoir que le prix relatif entre le produit i et le coût de transport est constant, c'est-à-dire que le taux de variation de λ est égal au taux de variation du prix mondial P_{iw} .

Le taux de variation du prix du bien i dans le pays j est alors

1. En outre, ceci peut affecter le prix d'un bien particulier, mais plus difficilement le niveau général des prix que nous considérons ci-dessous. En effet, la libéralisation du commerce supprime des distorsions de prix entre produits, mais n'a pas d'influence sur le niveau général des prix.

2. Autrement dit, nous nous intéressons aux déplacements sur la courbe t_1 (fig. 4) et non au passage de t_1 à t_2 .

égal à la somme du taux de change et du taux de variation du prix de ce même bien dans le reste du monde, soit :

$$(17) \quad \dot{P}_{ij} = \dot{\epsilon} + \dot{P}_{iw}$$

Ce qui est vrai pour le bien i sera vrai pour tous les biens, de telle sorte qu'il en est de même pour le niveau général des prix. Le niveau général des prix est en effet un indice qui dépend du prix de chacun des biens. Pour un indice donné, c'est-à-dire pour une certaine structure des pondérations, nous pourrions étudier la relation qui existe entre la variation des prix dans le pays j et la variation des prix dans le reste du monde. Bien entendu, il serait idéalement souhaitable d'utiliser le même indice des prix dans le pays j et dans le reste du monde. Faisons donc l'hypothèse que l'on a les mêmes indices et reprenons les hypothèses précédentes, à savoir qu'il n'y a pas de variation de prix relatifs entre le transport et le bien transporté et que les droits de douane ne varient pas. Il en résulte :

$$(18) \quad \pi_j = \dot{\epsilon} + \pi_w$$

où π est le taux d'inflation, c'est-à-dire le taux de variation de l'indice des prix. Le taux d'inflation dans le pays j sera égal à la somme du taux d'inflation dans le reste du monde et de la variation du taux de change.

Cette expression très simple est absolument fondamentale et détermine toute l'analyse des régimes de change. Si ϵ , qui représente le nombre de francs pour 1 dollar, augmente, il faut donner plus de francs pour 1 dollar, c'est-à-dire qu'il y a dépréciation du franc. D'après cette expression la dépréciation d'une monnaie implique que l'inflation est plus forte dans le pays en question que dans le reste du monde. Si on constate un certain taux d'inflation dans le monde, par exemple 5 % par an, si la monnaie se déprécie de 5 % par an, le taux d'inflation dans le pays j sera de 10 %. Il y a une relation entre les taux d'inflation dans le pays et le reste du monde et la variation du taux de change. Evidemment il ne faut pas introduire trop rapidement une relation causale entre ces phénomènes. Pour le moment, il n'a pas été dit que la dépréciation du taux de change de la monnaie d'un pays entraînait une inflation supérieure dans ce pays à celle du reste du monde, ou inversement que l'inflation dans le pays entraînait une dépréciation de la monnaie (de même que précédemment à propos de l'inflation nous n'avions pas discuté la question de savoir

si la croissance monétaire était *antérieure* à l'inflation ou si le phénomène jouait dans l'autre sens). Si, en France par exemple, on a plus d'inflation que dans le reste du monde et si le franc se déprécie ou est dévalué simultanément on ne sait pas pour le moment si l'inflation est provoquée par la dépréciation du franc ou si la causalité va dans l'autre sens. Mais il y a une certaine dépréciation du franc et un certain taux d'inflation français qui sont *compatibles* avec le taux d'inflation mondial. D'une manière générale on a :

$$(19) \quad \pi_j \leftrightarrow \dot{e} \leftrightarrow \pi_w.$$

L'expression (18) constitue un modèle à une équation avec trois variables. Il est bien évident qu'une seule variable peut être déterminée à partir de cette expression, une seule variable peut être dépendante et elle est dépendante des deux autres.

Prenons l'hypothèse d'un pays qui n'est pas suffisamment grand pour exercer une influence sur le taux d'inflation mondial, c'est-à-dire sur le taux d'inflation des autres pays.

Deux situations principales peuvent être envisagées. La première est celle des changes fixes, qui se traduit par l'hypothèse $\dot{e} = 0$. Il en résulte que le taux d'inflation dans le pays j est égal au taux d'inflation mondial. Ceci signifie qu'en régime de changes fixes un pays importe l'inflation mondiale¹. Il ne peut pas avoir, sauf bien sûr dans le court terme, un taux d'inflation indépendant.

Cette proposition fondamentale est malheureusement trop ignorée. Ainsi, en France, pendant très longtemps, la doctrine officielle était qu'un régime de changes fixes était nécessaire parce qu'on avait alors la « maîtrise » de la balance des paiements et de la conjoncture. Or cela n'est pas vrai puisque l'on dépend des autres en régime de changes fixes.

Dans un système de taux de changes flexibles, par ailleurs, le taux de variation à long terme du taux de change est égal à la différence entre le taux d'inflation mondial et le taux d'inflation dans le pays j . On se demandera peut-être comment le taux d'inflation dans le pays j

1. Dans la mesure où, ainsi que nous l'avons vu précédemment, il peut exister certaines relations entre le niveau de chômage et l'inflation, tout au moins à court terme, il en résulte que le niveau de l'emploi peut également dépendre d'influences extérieures en régime de changes fixes. Mais nous n'aborderons pas ce thème dans le présent ouvrage qui se préoccupe de la cohérence à long terme des éléments constitutifs des systèmes monétaires internationaux.

est déterminé dans ce cas. La réponse est tout simplement qu'il est déterminé par sa politique monétaire.

On peut croire qu'il existe une discordance entre deux des propositions qui ont été avancées précédemment, à savoir la détermination de l'inflation par la croissance monétaire et la détermination de l'inflation par le reste du monde en régime de changes fixes. Il a été dit tout d'abord qu'il n'y a pas d'inflation sans croissance monétaire, mais nous savons qu'il s'agit là uniquement d'une relation d'équilibre entre deux variables et non d'une relation causale : il se peut que la croissance monétaire explique l'inflation ou il se peut que l'inflation explique la croissance monétaire. Nous voyons maintenant que le taux d'inflation dans un pays est déterminé par le taux d'inflation mondial en régime de changes fixes et qu'en régime de changes flexibles le taux de change est déterminé par la différence entre le taux d'inflation mondial et le taux d'inflation du pays considéré. Comment peut-on rendre conciliables ces diverses propositions ?

Nous pouvons rassembler les diverses pierres de notre édifice théorique et écrire :

$$(19') \quad \dot{B}_j \leftrightarrow \dot{M}_j \leftrightarrow \pi_j \leftrightarrow \dot{e} \leftrightarrow \pi_w \leftrightarrow \dot{M}_w \leftrightarrow \dot{B}_w.$$

Ces relations de compatibilité deviennent des relations causales différentes selon les régimes de change.

En changes fixes, le taux d'inflation mondial détermine le taux d'inflation national, donc détermine le taux de croissance monétaire et la politique monétaire (politique de base monétaire). Le processus peut être représenté ainsi :

$$(20) \quad \pi_w \rightarrow \pi_j \rightarrow \dot{M}_j \rightarrow \dot{B}_j.$$

En régimes de changes fixes la politique monétaire est totalement dépendante.

Elle est, comme disent les économistes, endogène et c'est pourquoi nous avons dénoncé cette illusion consistant à croire qu'en régime de changes fixes la Banque centrale a plus de pouvoirs qu'en régime de changes flexibles. Elle n'a en fait que l'illusion du pouvoir : elle intervient sur le marché des changes, mais d'une manière qui est parfaitement automatique. Dans un régime de changes flexibles il est par contre possible de faire une politique monétaire autonome. La relation va dans l'autre sens, à savoir :

$$(21) \quad \dot{B}_j \rightarrow \dot{M}_j \rightarrow \pi_j \rightarrow \dot{e} \leftarrow \pi_w \leftarrow \dot{M}_w \leftarrow \dot{B}_w.$$

La croissance monétaire est indépendante, elle détermine le taux de variation du taux de change conjointement avec le taux d'inflation mondial. Chaque pays détermine sa politique monétaire, sa conjoncture, son taux d'inflation et il en résulte une certaine variation des taux de change. Ainsi, régime de changes fixes signifie dépendance de la politique monétaire, donc dépendance conjoncturelle, régime de changes flexibles signifie indépendance de la politique monétaire et conjoncturelle. C'est la raison pour laquelle on ne peut pas être dogmatique dans ce domaine : on peut faire un bon ou un mauvais usage de l'indépendance. On ne peut pas *a priori* dire qu'il est bon d'être monétairement indépendant car il y a des pays — c'est-à-dire des banques centrales — qui sont capables d'avoir des politiques stabilisatrices et des pays qui ne sont pas capables d'avoir des politiques stabilisatrices. Un pays qui n'est pas capable de faire une politique stabilisatrice a intérêt à importer la stabilité des autres, c'est-à-dire à être en régime de changes fixes. Par contre, si un pays est capable d'avoir une politique monétaire plus stabilisatrice que les autres, il vaut mieux pour lui qu'il refuse d'exporter la stabilité, qu'il la garde pour lui, donc qu'il adopte un régime de changes flexibles.

Les événements donnent des confirmations absolument éclatantes des propositions précédentes. Ainsi l'Allemagne a importé l'inflation mondiale à la fin des années soixante aussi longtemps qu'elle est restée en régime de changes fixes. Finalement, elle a adopté un régime de changes flexibles au début des années soixante-dix et c'est depuis cette époque qu'elle a été capable de lutter contre l'inflation. Nous ne prétendons pas que les changes flexibles constituent une politique anti-inflationniste, mais on ne peut faire une politique anti-inflationniste dans un monde inflationniste qu'à la condition d'être en régime de taux de changes flexibles.

L'indépendance de la politique monétaire en régimes de changes flexibles se traduit par le fait que la Banque centrale n'intervient pas sur le marché des changes, c'est-à-dire que son bilan ne contient pas de créances extérieures. En régimes de changes fixes, par contre, il existe des créances extérieures dans le bilan de la Banque centrale. Nous verrons ultérieurement comment le montant de ces créances contraindrait la politique monétaire.

Ajoutons enfin un point de détail. Sur le plan de la vérification empirique, il se peut que l'on ne trouve pas exactement la relation (18).

En effet, c'est une relation à long terme et elle n'est pas vraie au jour le jour. Par ailleurs, il y a nécessairement des variations de prix relatifs. Ainsi, le progrès technique n'est pas le même dans toutes les activités et selon qu'on aura telle ou telle structure de pondérations des indices ces variations de prix relatifs se traduiront par des variations de prix absolus qui seront différentes, d'autant plus que différents pays ont des indices de prix différents. Les écarts que l'on peut mesurer par rapport à l'équation ci-dessus sont donc peut-être dus à des problèmes de définition d'indice des prix. Malgré cela, un très grand nombre de travaux, dont beaucoup sont assez récents, semblent apporter des justifications empiriques extrêmement satisfaisantes de l'expression ci-dessus.

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat — selon laquelle il y a égalisation des prix dans le monde en régime de changes fixes, ou égalité entre l'écart inflationniste et les variations de taux de change lorsque les taux de change varient — donne une approximation très satisfaisante pour expliquer soit l'évolution à long terme du taux de change, soit l'évolution des taux d'inflation. A titre d'exemple, une étude a été faite aux Etats-Unis¹ sur la période 1900-1972. L'auteur a étudié l'évolution de l'indice général des prix et l'évolution des taux de change entre sept pays et les Etats-Unis. Il y a une coïncidence parfaite entre les écarts inflationnistes entre chacun de ces pays et les Etats-Unis, d'une part, et le taux de variation de leur taux de change par rapport au dollar.

Beaucoup d'autres études montrent que, sur des périodes de temps même beaucoup plus limitées — cinq à dix ans —, la même relation se rencontre généralement². La raison pour laquelle on peut retenir la théorie de la parité du pouvoir d'achat c'est qu'elle est vérifiée par les faits.

1. Cf. M. H. LEE, *Excess Inflation and Currency Depreciation*, Chicago, University of Chicago, Graduate School of Business, thèse non publiée, 1974.

2. Pour avoir une vue d'ensemble des études effectuées à ce sujet on peut se reporter à L. H. OFFICER, « The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rates : A Review Article », *IMF Staff Papers*, XXIII, mars 1976, pp. 1-60.

On pourra également se reporter au Rapport OPTICA 1976, *Inflation et taux de change : Aspects empiriques et propositions de politique économique dans la Communauté européenne*, Bruxelles, Commission des Communautés européennes, 11/855/76, 10 février 1977, rapport élaboré par un groupe d'experts indépendants (G. BASEVI, P. SALIN, H. E. SCHARRER, N. THYGESEN et P. de GRAUWE, avec l'assistance de M. FRATIANNI et H. SCHULMANN), constitué par la Commission.



LES TAUX DE CHANGE FLOTTANTS

L'indépendance de la politique monétaire en régime de changes flottants se traduit par le fait que la Banque centrale ne détient pas, en principe, d'avoirs extérieurs. Seules des créances nationales apparaissent à l'actif du bilan.

Bien entendu, cette hypothèse ne correspond pas exactement à la réalité présente dans la mesure où nous sommes en régimes de changes flexibles¹, mais où il y existe un legs du passé. Lorsque la France, par exemple, a décidé d'adopter des taux de changes flottants, la Banque de France se trouvait avoir une certaine quantité de créances extérieures. Dans la mesure où l'on pense plus ou moins revenir un jour à un système de changes fixes, il est normal que la Banque de France conserve ces créances. Par ailleurs, le système de taux de changes flottants actuel² est un système de taux de changes flottants impurs, de *dirty floating* : la Banque centrale intervient d'une manière discrétionnaire sur le marché des changes.

Mais laissons ces considérations de court terme et supposons que la Banque centrale ne détient pas de créances extérieures. Cela signifie qu'elle peut faire la création monétaire qu'elle désire. Supposons, par exemple, qu'il y a un taux d'inflation de 5 % dans le monde et que la Banque centrale du pays j accepte une création monétaire à un taux

1. Nous employons les expressions « changes flottants » et « changes flexibles » comme synonymes.

2. A l'égard des pays qui ne font pas partie du « système monétaire européen ».

de 15 % par an. Supposons, par ailleurs, que le revenu réel dans ce pays augmente à un taux de 5 % par an. Le pays *j* aura un taux d'inflation de 10 %, c'est-à-dire la différence entre le taux de création monétaire et le taux de croissance réelle. Le taux d'inflation mondial étant de 5 %, il y aura en moyenne une dépréciation de la monnaie du pays *j* de 5 % par an. La dépréciation du taux de change compensant les écarts inflationnistes, la Banque centrale peut pratiquer n'importe quelle politique. Si elle veut, par exemple, être plus inflationniste que le reste du monde rien ne l'en empêche. C'est la raison pour laquelle un certain nombre d'économistes sont favorables au régime de changes flexibles : ils considèrent, à juste titre, que dans ce système chacun est libre de faire sa propre politique monétaire et qu'il en reçoit lui-même la sanction. S'il est capable de faire peu d'inflation, il en profite lui-même; s'il n'est pas capable d'éviter l'inflation, il en subit les conséquences, il ne les exporte pas sur le reste du monde, alors qu'en régime de changes fixes il exporte son instabilité vers l'extérieur.

1 - *Le rôle de la spéculation dans un régime de changes flottants*

On sait qu'il est courant de dire que le danger d'un régime de changes flottants tient à ce qu'il permet à la spéculation de se développer, ce qui produirait de l'instabilité économique. En fait on peut démontrer la proposition inverse, à savoir que le bon fonctionnement d'un régime de changes flexibles dépend de l'existence de la spéculation et que celle-ci a un caractère équilibrant.

Il y a spéculation à partir du moment où l'on espère tirer un profit d'une différence entre un prix certain et un prix futur *incertain*. En ce sens, nous sommes tous des spéculateurs parce que nous cherchons tous à anticiper les prix futurs. Ainsi un consommateur précipitera ses achats s'il pense que les prix doivent augmenter. Un entrepreneur établira des plans de production à partir de prix anticipés et il ne s'engagera dans un processus de production que s'il pense pouvoir dégager une marge entre des coûts de production qui sont plus ou moins connus et des prix de vente qui sont plus ou moins incertains. Bien entendu, sa décision dépendra du coefficient de risque qu'il est prêt à accepter et du rendement espéré de son activité.

La spéculation constitue donc un phénomène fondamental de la

vie économique, dans la mesure où l'incertitude en est aussi un phénomène fondamental.

Le comportement de spéculation doit être opposé au comportement d'arbitrage. Un arbitragiste est quelqu'un qui cherche à tirer un profit à partir d'une différence entre deux prix *certain*s. Par exemple, l'arbitragiste sur le marché des changes effectuera des achats et des ventes de devises s'il y a un écart entre le taux de change au comptant — qui est un taux de change certain — et le taux de change à terme qui est aussi un taux de change certain, puisque c'est un taux de change pour des transactions futures mais déterminé aujourd'hui.

Le spéculateur est également présent sur le marché à terme. Si, par exemple, il vend des dollars à terme de trois mois contre des Deutsche Mark, à un prix qui est certain, il ne possède pas les dollars en question et il compte les acheter dans trois mois, lorsqu'il devra honorer son engagement, en se portant acquéreur sur le marché au comptant. Il espère tirer un profit de la différence entre le taux de change au comptant futur, qui n'est pas connu, et le taux de change à terme, qui est connu. Mais il court un risque, à savoir que le prix futur escompté ne se réalise pas et qu'il en résulte une perte.

Pour analyser la spéculation nous allons envisager successivement deux hypothèses :

a / La première est celle où le taux de change *d'équilibre* est constant, la Banque centrale du pays *j* pratiquant une politique monétaire telle que le taux d'inflation est le même dans le pays et dans le reste du monde.

Supposons tout d'abord qu'il n'y a pas de spéculation. Seuls interviennent des échangistes qui vendent et qui achètent des marchandises ou des titres. Le comportement de ces échangistes se traduit par une variation *AB* du taux de change constaté (trajet t_0 sur la fig. 6). Soit, par exemple, un pays dont la monnaie s'appelle le franc et qui a une spécialisation agricole. Soit e le nombre de francs pour 1 dollar. Lorsque e diminue, il faut moins de francs pour 1 dollar, c'est-à-dire que le dollar se déprécie et que le franc s'apprécie. Supposons, par exemple, que le point *A* correspond au moment des récoltes et que la période qui suit est celle où l'on exporte le plus. Il y aura appréciation temporaire du franc parce que les exportateurs reçoivent plus de dollars que dans les autres périodes. Or, ce qui

intéresse l'exportateur ce n'est pas d'avoir des dollars, c'est d'avoir des francs, puisqu'il paie ses facteurs de production en francs. Il va donc remettre ses dollars sur le marché et demander des francs. Cet excès de dollars va provoquer une baisse du dollar, c'est-à-dire une augmentation du franc. Parce que, précisément, cet exportateur n'est pas un spéculateur, son souci est de vendre des produits et de récupérer de quoi payer ses facteurs de production. En l'absence de spéculation, d'autres phénomènes peuvent imposer un écart sem-

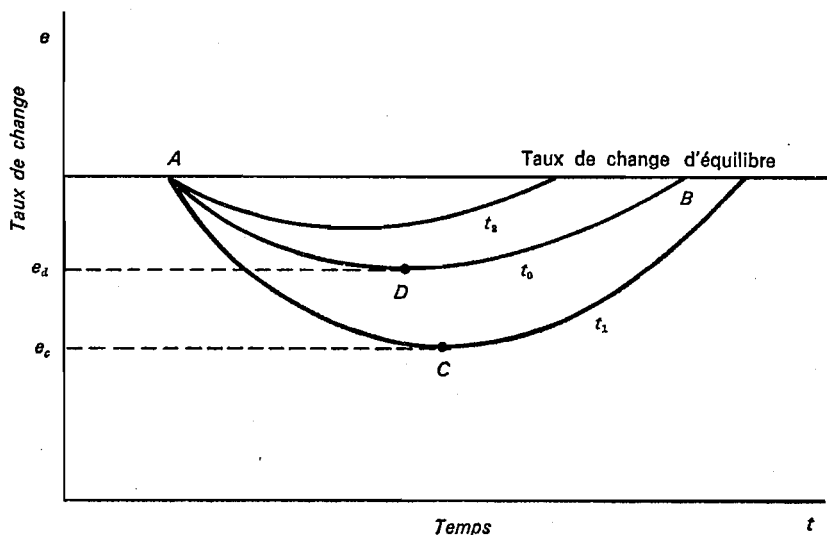


FIG. 6

blable entre le taux de change constaté et le taux de change d'équilibre. Ce peut être le cas, par exemple, des variations de taux d'intérêt. Elles imposent des variations du taux de change *constaté* par suite des mouvements de capitaux qu'elles provoquent.

Or, les fluctuations de taux de change ont des coûts réels. En voici un exemple : si le taux de change est apprécié *momentanément*, les producteurs nationaux sont incités à se tourner vers le marché national puisqu'on vend moins facilement à l'extérieur. Il y a un déplacement de facteurs de production purement temporaire. On reviendra ensuite au taux de change d'équilibre et il faudra déplacer les facteurs de pro-

duction dans l'autre sens. La variation du taux de change constaté dans le court terme, alors que le taux de change d'équilibre est constant, représente bien un coût réel.

Introduisons maintenant la spéculation et examinons deux cas, soit deux trajets hypothétiques avec spéculation, t_1 et t_2 . Le trajet t_1 signifie que le taux de change est plus instable que dans le cas de t_0 (sans spéculation). Autrement dit, si l'existence de la spéculation impose le trajet t_1 plutôt que le trajet t_0 , la spéculation est déséquilibrante, puisqu'elle a provoqué une fluctuation plus marquée du taux de change. Or que se passe-t-il dans ce cas ? On peut atteindre le point minimum C seulement si les spéculateurs ont poussé à l'appréciation du franc, c'est-à-dire qu'ils se sont portés acheteurs du franc lorsque celui-ci était déjà cher. Tout l'écart entre C et D est explicable par la spéculation : il y a nécessairement des spéculateurs qui ont acheté des francs et qui ont fait passer le franc, par exemple, d'un taux de change e_d à un taux de change e_c . Or les spéculateurs ne pourront pas revendre au taux e_c puisque, par définition, C est le point minimum. Un certain nombre de spéculateurs — ou tous les spéculateurs globalement — vont être perdants puisqu'ils ont acheté du franc lorsqu'il était « cher » et qu'ils le revendent lorsqu'il n'est « pas cher ». Le raisonnement traditionnel dans ce domaine est simple : puisqu'il existe toujours des spéculateurs, c'est qu'en général ils ne sont pas ruinés et font des profits. Ils n'imposent pas une variation du taux de change plus forte que ce qui serait imposé par les échangistes non spéculateurs.

Bien entendu, on peut discuter cette proposition traditionnelle. Ainsi, il est possible que des spéculateurs fassent continuellement faillite et disparaissent du marché, tandis que de nouveaux spéculateurs arrivent et perdent à leur tour de l'argent, certains s'y retrouvant cependant. Il se peut aussi que certains échangistes soient en même temps spéculateurs et qu'ils ne fassent pas bien le partage entre le profit qui provient de leur activité de producteurs-exportateurs et la perte éventuelle qu'ils font en tant que spéculateurs. Mais il n'est pas sûr que cela soit compatible par exemple avec l'importance des firmes multinationales sur les marchés internationaux parce que ces firmes ont les moyens de distinguer les causes de leurs profits ou de leurs pertes. On entend souvent dire que l'importance des firmes multinationales rend caduque toute une partie de l'analyse écono-

mique. C'est probablement le contraire qui est vrai. En effet, une condition de bon fonctionnement des marchés, trop souvent oubliée, est la disponibilité de l'information. Or, les firmes multinationales sont certainement les mieux informées. Leur existence, bien loin de rendre caduque toute théorie des marchés, rapproche la réalité de la situation de concurrence parfaite décrite dans les manuels.

Ainsi, d'après le schéma traditionnel, plus les spéculateurs sont gagnants plus ils jouent un rôle équilibrant. Le gain des spéculateurs rémunère leur service de stabilisation. Ce point est fondamental dans la discussion entre les régimes de changes fixes et les régimes de changes flexibles. En effet, il est socialement préférable que le taux de change soit le plus proche possible du taux de change d'équilibre, puisque cela évite des transferts inutiles de facteurs de production et des coûts de risque.

Le problème essentiel consiste donc à savoir qui est le mieux placé pour minimiser l'écart entre le taux de change constaté et le taux de change d'équilibre : les spéculateurs ou la Banque centrale ? Si la Banque centrale intervient sur le marché des changes empêche-t-elle tout écart entre le taux de change constaté et le taux de change d'équilibre ?

En principe la Banque centrale est mieux informée que les spéculateurs. En particulier, elle est mieux informée sur la politique monétaire qu'elle compte faire dans le futur et éventuellement sur la politique monétaire que les autres banques centrales comptent faire. *A priori* il vaudrait donc mieux que ce soit la Banque centrale qui intervienne, donc qu'on choisisse un régime de changes fixes, voire, tout au moins, un système de taux de change déterminés par les banques centrales. Malheureusement — et c'est pourquoi le problème est en grande partie empirique — il semble que les banques centrales ne savent pas profiter des informations qu'elles peuvent avoir et que généralement les spéculateurs prévoient mieux que les banques centrales quel est le taux de change d'équilibre. En effet, si les banques centrales avaient profité de leurs informations ou si elles avaient recherché l'information, nous n'aurions jamais connu de dévaluation ou de réévaluation. Les événements du passé donnent la preuve que les banques centrales ne sont pas capables de faire une politique compatible avec le maintien des taux de changes fixes. Elles financent alors les spéculateurs : ceux qui prévoient la dépréciation d'une

monnaie, parce que la Banque centrale correspondante fait une politique monétaire trop expansionniste, vendent cette monnaie lorsqu'elle est chère pour la racheter après la dévaluation lorsqu'elle sera moins chère. La responsabilité des spéculateurs — qu'on met en cause lorsqu'il y a dévaluation ou réévaluation — est en réalité la responsabilité des banques centrales. Dans les systèmes monétaires des pays industriels les banques centrales prétendent avoir le contrôle de la politique monétaire et le détiennent effectivement. Elles sont donc responsables du taux de change et de ses variations. Mais elles ne devraient pas rechercher un taux de change incompatible avec leur politique monétaire ou inversement.

b / La deuxième hypothèse est celle où le taux de change d'équilibre est variable. Supposons, par exemple, qu'il y a appréciation continue du franc dans le temps parce que la Banque de France fait une politique monétaire moins expansionniste que le reste du monde. Le problème important dans ce cas consiste à savoir si le marché, c'est-à-dire les spéculateurs, permet mieux que la Banque centrale de minimiser les écarts entre ce trend de long terme et le taux de change observé. Ceci pose à nouveau deux problèmes. L'un consiste à se demander si la spéculation ne risque pas d'imposer un trajet différent à long terme du trajet qui aurait prévalu sans spéculation. La spéculation serait alors gagnante et déstabilisante.

Un autre problème consiste à savoir si, pour une évolution de long terme, la spéculation impose des variations importantes par rapport à cette tendance. Nous ne discuterons pas ce problème parce qu'il se pose en fait dans les mêmes termes que précédemment : la spéculation est équilibrante si elle est gagnante, si elle rapporte quelque chose; elle est d'autant plus stabilisante que les spéculateurs prévoient mieux et que, par conséquent, ils font des gains plus importants.

Revenons donc au premier de ces deux problèmes. Il pose à son tour la question de la relation entre les taux de change flottants et l'inflation.

II — *Relation entre les taux de change flottants et l'inflation*

Un régime de changes flottants est compatible aussi bien avec un taux d'inflation élevé qu'avec un taux d'inflation faible, tout simplement parce qu'il y a indépendance de la politique monétaire en régime de changes flottants.

On peut évidemment rétorquer que depuis 1973 la plupart des pays ont connu à la fois le flottement des monnaies et des taux d'inflation exceptionnellement élevés. Certains voient dans cette coïncidence une confirmation de l'opinion courante selon laquelle les taux de changes flottants seraient un facteur d'inflation. Une première remarque doit cependant être faite à ce sujet : l'inflation mondiale n'a pas commencé en 1973, elle a commencé à la fin des années soixante, c'est-à-dire en régime de changes fixes, plus précisément dans un régime d'étalon-dollar où l'inflation mondiale était déterminée par la politique monétaire américaine¹. Or, dans la deuxième moitié des années soixante les Etats-Unis ont pratiqué une politique monétaire expansionniste, d'une part parce que les autorités n'ont pas voulu financer les dépenses publiques par une augmentation des impôts ou par l'émission de titres, mais qu'elles ont préféré la création monétaire, peut-être aussi d'autre part parce que les idées de l'époque étaient favorables à un certain keynésianisme selon lequel il est nécessaire de soutenir la demande globale par la création monétaire. La conséquence a été celle que l'on pouvait prévoir : l'inflation, apparue aux Etats-Unis d'abord, s'est transmise au reste du monde parce qu'on était dans un régime de changes fixes où l'intervention des banques centrales se faisait en dollars. Un pays comme l'Allemagne, qui a toujours exprimé de la réticence à l'égard de l'inflation, n'a pas pu se protéger efficacement de l'inflation aussi longtemps qu'il a été en régime de changes fixes. On sait également qu'entre 1970 et 1973 il y a eu un certain nombre d'ajustements monétaires, c'est-à-dire que les taux de change n'ont pas été rigoureusement fixes : il y a eu des dévaluations et des réévaluations. Ainsi, les réévaluations du DM ont permis à l'Allemagne d'avoir un taux d'inflation plus faible que celui du reste du monde.

1. Voir ci-dessous, pp. 83-89.

Le flottement des taux de change s'est généralisé au printemps de 1973. Nous le savons, il ne constitue pas par lui-même une politique anti-inflationniste. Il est un *support* à la politique anti-inflationniste pour les pays qui sont capables de la pratiquer. Il est de ce point de vue caractéristique de constater que, depuis le flottement des taux de change, il y a une plus grande dispersion des taux d'inflation entre pays, ce qui illustre bien cette idée que la politique monétaire est plus indépendante en régime de changes flottants. Il y a donc des écarts plus importants mais l'inflation a continué. Ceci est très explicable parce que l'inflation est normalement un processus qui a tendance non seulement à se perpétuer, mais encore à se développer et à s'accélérer. Dans ces conditions le flottement des taux de change s'imposait absolument. Lorsque les taux d'inflation varient de pays à pays, les taux de change fixes ne peuvent pas fonctionner. Malheureusement pour la cause de ceux qui défendent les taux de changes flexibles il est évident que ce régime est adopté chaque fois que l'on a des déséquilibres internationaux, en particulier des déséquilibres inflationnistes. Mais le flottement des taux de change est une conséquence de l'inflation et non une cause.

Il est cependant des économistes pour penser que dans certains pays le flottement des monnaies peut être une cause non pas peut-être d'inflation mais de renforcement de l'inflation. C'est cette assertion que nous allons discuter.

Prenons l'hypothèse d'un pays qui a une politique monétaire plus expansionniste que le reste du monde. Sur la figure 7 le trajet t_0 représente l'évolution à long terme du taux de change (si t_0 est croissant il y a dépréciation de la monnaie).

Certains pensent que la spéculation peut être déséquilibrante dans ce cas. Supposons en effet que les spéculateurs anticipent la dépréciation future de la monnaie. Leurs anticipations se traduisent par une réalisation plus proche dans le temps de ce qu'ils prévoient : s'ils prévoient que le franc va se déprécier, ils vendent plus de francs et accélèrent par conséquent la dépréciation. Ils réalisent donc le long terme dans le court terme et c'est dans la mesure où ils sont bien informés qu'ils accélèrent la dépréciation. On a donc un trajet comme t_1 au lieu de t_0 et il y a accélération de la hausse des prix des biens importés. Cette hausse des prix des biens importés se répercute dans l'ensemble du système économique et exerce des pressions inflationnistes. C'est

pourquoi on estime parfois que l'action des spéculateurs joue un rôle de renforcement de l'inflation en régime de changes flottants. Il vaudrait alors mieux — pense-t-on — que la Banque centrale intervienne périodiquement pour empêcher les spéculateurs de pousser à la baisse de la monnaie, même si la Banque centrale est forcée de dévaluer régulièrement sa monnaie. On aurait alors un processus en escalier comme t_2 , impliquant une dépréciation à long terme de la monnaie plus faible, donc un taux d'inflation de long terme plus faible puisque l'une est un reflet de l'autre.

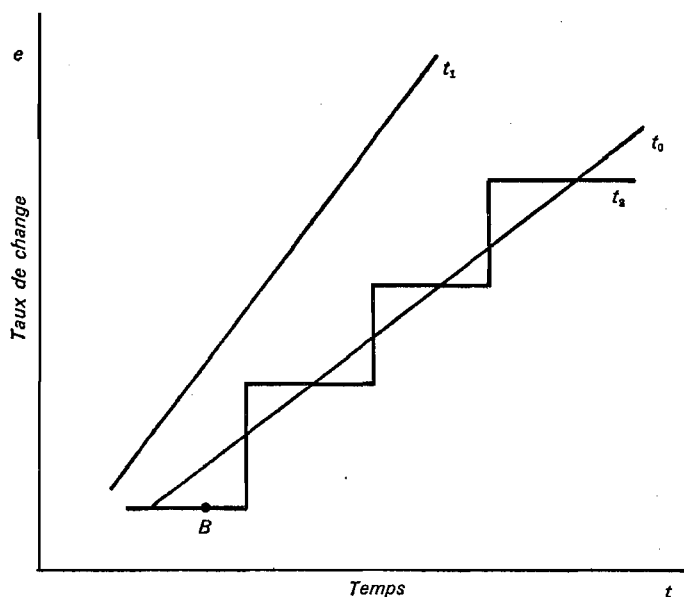


FIG. 7

Bien entendu, il y aurait des phénomènes transitoires difficiles à résoudre. Par exemple au point B il serait évident pour tout le monde que le taux de change n'est plus réaliste. Avant de se résigner à la dévaluation la Banque centrale serait alors probablement incitée à imposer des contrôles des changes dont le coût réel est très important à plusieurs points de vue : d'abord, parce qu'on interfère avec les mouvements de marchandises et on empêche le pays de bénéficier des avantages de la spécialisation internationale, mais également parce qu'on oriente l'activité d'un grand nombre de gens, qui en principe

sont d'un niveau de formation élevé, vers des activités de pur contrôle ou même de fraude. On dira que ce coût est compensé par le fait qu'on a le trajet t_2 au lieu du trajet t_1 et que t_1 représente plus d'inflation. En réalité, même dans le cas de t_1 les spéculateurs ne sont pas responsables du déséquilibre et la spéculation n'est pas réellement déséquilibrante pour la raison suivante : si la Banque centrale décidait un jour ou l'autre d'arrêter sa politique monétaire trop expansionniste on verrait disparaître l'excès d'encaisses qui explique la dépréciation de la monnaie nationale. Le taux de change aurait tendance à se stabiliser et les spéculateurs seraient frustrés dans leurs anticipations. Ceux qui auraient anticipé une dépréciation continue de la monnaie ne trouveraient plus de contrepartie, puisque les agents économiques n'auraient plus d'encaisses excédentaires à livrer sur le marché. Nous avons précisément ici un cas où les spéculateurs sont perdants s'ils ont mal prévu le taux de change futur. Ils ont acheté une monnaie quand elle était « chère » ; ils sont obligés de la revendre quand elle n'est « pas chère ». Les spéculateurs ne peuvent réellement accélérer continuellement la dépréciation de la monnaie que dans la mesure où ils prévoient que la Banque centrale *ratifiera* automatiquement cette cause de hausse des prix et où elle le fait effectivement.

On a vu précédemment¹ que le comportement des salariés en face d'une inflation est parfaitement légitime : ils demandent une hausse des salaires et même une prime de risque. On ne peut pas les accuser d'être les responsables de l'inflation parce que le responsable de l'inflation c'est celui qui crée trop de monnaie. Il en va de même pour les spéculateurs. Bien entendu, les spéculateurs par leur comportement d'anticipation, comme les salariés par leur comportement d'anticipation, peuvent être des agents de la hausse des prix. Mais ces hausses de prix et la dépréciation corrélative de la monnaie ne peuvent se réaliser que si les autorités monétaires l'acceptent. C'est pourquoi ce sont les autorités monétaires et *elles seules* qui sont responsables de l'inflation et de la dépréciation de la monnaie.

Si l'on fait alors de la capacité des banques centrales à pratiquer une politique monétaire stabilisante le critère de choix essentiel des régimes de change, ce problème de choix ne peut plus être tranché uniquement sur le plan théorique mais il relève d'une appréciation

1. Chap. 1, p. 26.

sur le comportement effectif des banques centrales dans différents régimes de change.

Si une Banque centrale est tentée de faire une politique monétaire inflationniste, est-ce qu'elle est davantage contrainte à la sagesse dans un régime de changes fixes où la perte de devises représente la contrainte qui s'impose à elle, mais où elle a toujours la possibilité de dévaluer ? Ou bien est-ce qu'elle est davantage contrainte dans un régime de changes flexibles par le fait qu'elle n'aime pas qu'on dise que la monnaie nationale se déprécie ? C'est un problème empirique que l'on ne peut pas trancher de manière générale. Il y a des circonstances où une Banque centrale est plus « sage » en régime de changes fixes et d'autres circonstances où elle est plus « sage » en régime de changes flexibles.

Par ailleurs, le problème du choix entre les deux systèmes de changes dépend aussi de l'appréciation qu'on peut avoir sur le caractère stabilisant des interventions, d'une part des spéculateurs, d'autre part de la Banque centrale. Il est évident que, dans un pays où le marché des changes n'est pas actif — songeons à un petit pays où précisément la spéculation n'existe pas — l'intervention de la Banque centrale se justifie probablement davantage. Elle permet peut-être d'assurer une meilleure adéquation entre l'évolution du taux de change constaté et l'évolution du taux de change d'équilibre. Cela est certainement beaucoup moins vrai pour un pays disposant d'un marché financier évolué.

III — *Le fonctionnement effectif des changes flottants*

Il faut enfin évoquer un dernier point concernant ce qui s'est passé dans les années récentes. On peut considérer comme une vue idyllique un régime de changes flexibles où la spéculation jouerait un rôle équilibrant parce qu'elle serait bien informée et on peut bien sûr opposer à cette vue ce qui s'est passé effectivement depuis 1973.

Comment peut-on évaluer l'évolution des marchés des changes depuis cette date ? Contrairement à ce que l'on fait bien souvent, parce qu'on a toujours des attitudes dogmatiques, il est important de ne pas comparer un système idéal avec un système effectif. Ainsi, dans les années récentes, les taux de change ont connu d'importantes fluctuations, ce qui représente un coût par rapport à un système de

changes rigoureusement fixes, puisqu'il en est résulté de l'incertitude et des déplacements temporaires de facteurs de production. Mais un système de changes rigoureusement fixes était-il possible ?

Au niveau des systèmes idéaux, il n'y a pas de raison fondamentale de choisir un système de changes fixes plutôt qu'un système de changes flexibles. A ce niveau, les deux systèmes ont des avantages et des coûts qui se balancent à peu près. Tout au plus pourrait-on dire qu'un régime de changes fixes présente l'avantage de permettre à tous les agents économiques dans le monde d'avoir un même instrument monétaire. Imaginons en effet le cas extrême où il y aurait une monnaie unique dans le monde. On éviterait toutes sortes de coûts : des coûts de transaction pour passer d'une monnaie à une autre, des coûts de calcul et d'information, des coûts de risque par le fait que les taux de change peuvent varier. De ce point de vue, un système de monnaie unique dans le monde serait un système efficace. Le problème est de savoir s'il est *possible*, car il impliquerait ou bien une Banque centrale mondiale avec les implications politiques que l'on peut imaginer ou bien un système de banques multiples, ce qui imposerait un système de coordination que les pays ne sont pas prêts à accepter¹. L'histoire des tentatives d'unification monétaire de l'Europe illustre d'ailleurs parfaitement ce fait. La fixité des taux de changes en Europe aurait pu être préservée seulement si l'on avait eu une Banque centrale européenne ou si les banques centrales européennes avaient accepté de coordonner leur politique monétaire. Ce sont des contraintes de fait, des contraintes politiques qui permettent de dire que le système idéal de monnaie unique ou, à la limite, de changes rigoureusement fixes dans le monde n'est pas tenable. Ne comparons donc pas ce système idéal à un système qui fonctionne effectivement. Les systèmes qui fonctionnent effectivement sont des systèmes où les banques centrales prétendent conserver une certaine souveraineté monétaire : ou bien elles choisissent un régime de changes flottants ou bien elles choisissent un régime de changes fixes mais avec la possibilité de dévaluer ou de réévaluer périodiquement et avec les conséquences que cela comporte, par exemple des contrôles de changes.

Le système de changes flottants des années soixante-dix a moins bien fonctionné que le système idéal de changes flottants avec spé-

1. Sur les techniques à appliquer dans ce cas voir ci-après les chapitres 3 et 4.

culatation équilibrante. Malgré tout, il n'a pas trop mal fonctionné et il est important de constater que nous avons vécu cette période sans véritable recrudescence du protectionnisme, sans contrôle des changes accru. On a préservé la liberté des échanges mondiaux dans une conjoncture de taux d'inflation considérables, de « crise du pétrole », de chocs tout à fait extraordinaires que le système a pu absorber.

Un système *prétendu* de changes fixes aurait conduit nécessairement à toute une série de contrôles inefficaces, sauf à très court terme, et aboutissant éventuellement au rétrécissement des échanges internationaux. Le système a cependant moins bien fonctionné que le système idéal et il est évident que la variabilité des taux de change a été plus forte qu'on n'aurait pu le prévoir. Elle a été supérieure, par exemple, à ce que la théorie de la parité des pouvoirs d'achat pouvait permettre de prévoir. On pourrait être tenté de conclure : cela prouve que la spéculation a mal joué son rôle. On ne peut pas absolument refuser cette interprétation faute d'études empiriques suffisantes pour le moment.

Mais il existe d'autres explications, également intéressantes. L'une d'elles a été fournie par R. McKinnon¹. Celui-ci observe qu'il y a eu *insuffisance de spéculation*, en particulier parce que les banques centrales ont réglementé l'activité des banques commerciales sur le marché des changes ; elles leur ont interdit dans un certain nombre de pays de se mettre en position de change, peut-être pour protéger les clients des banques, parce que les banques centrales craignaient que l'activité des banques commerciales sur le marché des changes n'entraîne des faillites. Pour que la spéculation puisse jouer son rôle stabilisateur il faudrait qu'elle puisse exister.

Une deuxième cause de ce mauvais fonctionnement tient à ce que les banques centrales sont en réalité intervenues sur le marché et elles se sont comportées avec leurs vieilles habitudes, c'est-à-dire comme si on était en régime de changes fixes. Leur objectif a été bien souvent d'essayer de maintenir un certain taux de change, alors même que leur politique monétaire aurait impliqué une dépréciation ou une appréciation. Par cette politique les banques centrales ont per-

1. R. I. McKINNON, « Floating Exchange Rates, 1973-1974 : The Emperor's New Clothes », in K. BRUNNER et A. H. MELTZER, eds., *Institutional Arrangements and the Inflation Problem*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Amsterdam, North-Holland, 1976, 79-114.

pétué le déséquilibre au lieu de permettre au marché de le résorber.

Enfin et surtout, la variabilité du taux de change s'explique si l'on admet la nature fondamentalement monétaire du taux de change, c'est-à-dire le fait que la valeur du taux de change n'est rien d'autre que la conséquence des politiques monétaires nationales. La variabilité du taux de change n'est alors que le reflet de la variabilité des politiques monétaires¹. Plus précisément si les variations à long terme du taux de change s'expliquent par la parité des pouvoirs d'achat — c'est-à-dire les différences de taux d'inflation — l'explication de la variabilité à court terme doit tenir compte des taux d'intérêt, qui influent sur les mouvements de capitaux. Prenons, par exemple, le cas d'une politique monétaire trop expansionniste. Elle aura pour effet immédiat de faire baisser le taux d'intérêt, d'où des sorties de capitaux qui provoquent une dépréciation de la monnaie sur le marché des changes. Il se peut que celle-ci soit momentanément supérieure à la dépréciation de long terme impliquée par la parité des pouvoirs d'achat. Par la suite, le taux d'intérêt augmentera, lorsque l'inflation sera perçue et anticipée et le taux de change amorcera un mouvement en sens inverse. Une fois de plus les véritables responsables de l'instabilité du marché des changes ne sont pas les spéculateurs ou les arbitragistes, mais les autorités monétaires, dont la politique est trop fluctuante.

1. On doit cette explication essentiellement à R. DORNBUSCH. Pour un exposé simple de cette thèse, voir E. M. CLAASSEN, « Le rôle de l'Etat en matière de taux de change », *Vie et sciences économiques*, avril 1978, pp. 80-82. Cette explication — qui a déjà fait l'objet d'une littérature abondante — est fondamentale. Il ne nous a cependant pas paru nécessaire de la développer ici puisque notre objectif consiste à étudier la logique des systèmes monétaires et leur évolution à long terme. La variabilité des taux de change est, pour sa part, un phénomène de court terme.

LA RÉGULATION INSTITUTIONNELLE DES CHANGES FIXES PAR UNE MONNAIE INTERNATIONALE

Dans un monde où il existe plusieurs monnaies nationales, échangeables par les agents économiques privés, le prix d'une monnaie en termes d'une autre monnaie, c'est-à-dire le taux de change entre deux monnaies, est potentiellement variable en fonction des variations de l'offre et de la demande d'une de ces monnaies contre l'autre.

Il en résulte que la fixité des taux de change ne peut être assurée que par un *processus d'intervention* des banques centrales sur le marché¹. Le taux de change entre deux monnaies ne peut être maintenu fixe qu'à condition qu'une banque centrale annonce qu'elle est prête à vendre et à acheter sans limites sa propre monnaie contre une autre monnaie.

Par conséquent, dans la mesure où des pays se trouvent en relations de change fixe, il est essentiel de déterminer quelles banques centrales interviennent (ou doivent intervenir), en utilisant quelles monnaies ou quels avoirs, et selon quelles modalités. Une grande partie des problèmes soulevés par le fonctionnement du système monétaire international ou européen et par les discussions sur sa réforme relèvent de préoccupations de ce genre.

Le chapitre suivant étudiera les questions très complexes soule-

1. Nous continuons à supposer pour le moment que seules existent des monnaies « nationales » contrôlées par les *banques centrales* et c'est pourquoi la responsabilité de l'intervention leur revient. Nous évoquerons ultérieurement d'autres hypothèses et on pourra alors dire, de manière plus générale, que la fixité du taux de change entre deux monnaies suppose une garantie de convertibilité à prix fixe accordée par la(les) institution(s) qui gère(nt) l'un et/ou l'autre système émetteur de chaque monnaie.

vées par l'organisation d'un régime de changes fixes lorsque seules les monnaies nationales existent. Il n'en va évidemment pas toujours ainsi. L'étalon-or, de même que l'étalon-devise-or, est un régime où il existe une monnaie internationale, l'or, à côté des monnaies nationales. Nous en verrons les implications. Il ne suffit pas, cependant, qu'il existe une monnaie internationale pour que celle-ci joue le rôle joué par l'or dans un régime d'étalon-or ou d'étalon-devise-or. Ainsi, après l'abandon de l'étalon-or, où une monnaie non contrôlée par l'homme avait un rôle de régulateur monétaire, on a éprouvé, sans toujours les comprendre, un certain nombre des difficultés que soulève le fonctionnement d'un système de changes fixes sans monnaie internationale et qui seront évoquées au chapitre suivant. Et c'est pourquoi nombreux sont ceux qui ont cru possible de retrouver un régime proche de celui de l'étalon-or en remplaçant l'or par une monnaie inventée par l'homme. Cette croyance en la rationalité non pas des hommes et des mécanismes qu'ils font fonctionner, mais de *quelques* hommes qui incarnent l'« autorité monétaire » aboutit à un certain nombre d'illusions que l'étude précise des formes possibles d'une monnaie internationale doit aider à dissiper.

Nous étudierons dans ce chapitre comment fonctionne un système monétaire international reposant sur une monnaie internationale de nature non volontariste (exemple : l'or). Le chapitre 5 sera consacré à l'étude d'un système monétaire international fondé sur une conception volontariste de la monnaie internationale (exemple : les droits de tirage spéciaux du Fonds monétaire international). Bien entendu, ces deux exemples ne sont pas les seuls possibles. Ainsi, le fonctionnement d'une zone monétaire européenne peut dépendre d'une monnaie extérieure à la zone — par exemple le dollar qui peut servir de monnaie d'intervention à l'intérieur de l'Europe, ou l'or — ou bien d'une monnaie « supranationale » européenne. Dans cette dernière catégorie on peut placer l'écu (dont la mise en place ne devrait pas plus bouleverser le système monétaire européen que les DRS ne bouleversent le système monétaire international) ou la monnaie parallèle, que nous étudions au chapitre 6.

Nous avons vu précédemment que la politique monétaire d'un pays était dépendante du reste du monde en régime de changes fixes. Mais où réside le « pouvoir monétaire ultime » ? Qui détermine l'expansion monétaire *mondiale* ?

Existe-t-il « quelque part » des autorités monétaires qui auraient le privilège d'être indépendantes et de pouvoir faire la politique monétaire qu'elles désirent ? Il peut en être ainsi et nous en verrons des exemples au chapitre 4. Mais les régimes que nous évoquons dans le présent chapitre sont des régimes où toutes les autorités monétaires sont dépendantes et où la régulation monétaire se fait en dehors de toute décision humaine. Plus précisément, la volonté humaine y a eu pour seul rôle de définir initialement le système *institutionnel* et les *règles du jeu* qui s'appliqueront à tous, mais elle s'interdit d'intervenir ultérieurement dans la gestion monétaire courante, les autorités monétaires se contentant de répondre passivement aux signaux donnés par le système. C'est le cas, en particulier, de l'étalon-or.

1 — L'étalon-or

L'étalon-or est d'abord et avant toutes choses un régime de taux de change fixes. L'actif d'intervention est l'or : les banques centrales annoncent leur intention d'acheter et de vendre sans limites de l'or contre leur propre monnaie à un prix fixe. Là s'arrête l'expression de leur volonté. Elles réagissent ensuite passivement à ce qui se passe sur le marché. Mais cela ne signifie évidemment pas — et contrairement à ce que trop de gens croient — que l'or est le seul moyen de paiement ou, tout au moins, un moyen de paiement utilisé majoritairement. En fait, les échangistes trouvent beaucoup plus pratique d'utiliser des *monnaies nationales* comme moyen de paiement *international*. Ainsi, un exportateur souhaite recevoir le paiement de son exportation sous forme de sa propre monnaie, plutôt que sous forme d'or, puisque c'est en monnaie nationale qu'il paie les facteurs de production qu'il utilise. Supposons qu'à un moment donné la monnaie d'un pays — le franc par exemple — soit moins demandée qu'auparavant. Son prix aura tendance à baisser sur le marché des changes par rapport aux autres monnaies¹. Celles-ci devenant plus chères, le débiteur d'une dette en monnaie étrangère pourra avoir

1. Dans un régime d'étalon-or, le prix d'une monnaie est normalement *défini* en terme d'or : 1 franc est égal à un certain nombre de grammes d'or. Ce prix s'appelle la parité. Des parités de chaque monnaie par rapport à l'or on déduit facilement les parités des monnaies entre elles.

intérêt à acheter de l'or, dont le prix est fixe, auprès de la Banque centrale de son pays contre remise de francs, à l'exporter et à le revendre à l'étranger à prix fixe contre la monnaie dont il a besoin. Cependant, le coût du transport et les frais d'assurances de l'or impliquent que cette opération n'est rentable que lorsque la monnaie nationale s'est suffisamment dépréciée par rapport aux autres monnaies nationales, c'est-à-dire que le taux de change d'une monnaie par rapport aux autres monnaies a atteint ce que l'on appelle le point de sortie de l'or.

On définira, de manière symétrique, un point d'entrée de l'or.

Ainsi, le taux de change d'une monnaie peut varier, en régime d'étalon-or, entre les limites que forment les points d'or autour de la parité.

Dans un système de taux de change rigoureusement fixes, comme c'est le cas en principe avec l'étalon-or, la parité des pouvoirs d'achat implique que les prix varient exactement de la même façon quelle que soit la monnaie utilisée pour les exprimer. On peut alors considérer que chaque monnaie constitue un simple compartiment d'une seule et même masse monétaire mondiale. Le fait que les prix soient libellés en francs, en dollars ou en marks est accessoire, puisque l'on peut toujours passer d'une expression en une monnaie à une autre en utilisant un taux de change constant dans le temps (sous réserve de faibles fluctuations entre les points d'or). La notion d'inflation mondiale, comme celle de masse monétaire mondiale, est alors parfaitement claire. Il y a inflation mondiale si le prix d'un panier de biens — indice des prix — augmente en termes de l'une quelconque des monnaies. Il y a déflation mondiale si le prix de ce panier diminue. L'évolution du niveau général des prix, c'est-à-dire l'inflation ou la déflation mondiale, est alors déterminée par l'évolution de l'offre et de la demande d'or, d'une part, et des autres biens, d'autre part.

Nous avons vu au chapitre 1 qu'en régime de changes fixes les banques centrales détiennent des réserves de change, concurremment à leurs avoirs intérieurs (sur l'économie ou sur l'Etat). En régime d'étalon-or ces réserves sont constituées par de l'or. Nous avons vu aussi qu'il existait une relation de proportionnalité entre le total des avoirs, appelé base monétaire, et la masse monétaire nationale (équation (1)). Essayons de voir concrètement comment rendre compatible cette relation avec une autre proposition que nous avons déjà

rencontrée, à savoir que la croissance monétaire dans un pays est déterminée par le reste du monde en régime de changes fixes.

Soit en effet une Banque centrale qui pratique une politique monétaire « trop » expansionniste par rapport à la contrainte extérieure. Pratiquer une politique monétaire expansionniste c'est laisser croître ou faire croître la base monétaire rapidement, ce qui provoque une augmentation également rapide de la masse monétaire, d'après l'équation (5). En régime d'étalon-or, la Banque centrale a une politique de réserves extérieures purement passive : elle achète et vend de l'or contre sa propre monnaie lorsqu'on s'adresse à elle, mais elle ne peut pas décider de présenter sur le marché telle ou telle quantité de monnaie nationale ou d'or, ce qui provoquerait une variation du prix de l'or en termes de monnaie nationale, contraire au principe même de l'étalon-or. Pour faire une politique monétaire expansionniste la Banque centrale ne peut guère jouer que sur les actifs nationaux. Par une politique d'open-market ou de taux d'escompte elle se rend donc acquéreur d'avoirs nationaux publics ou privés et, en contrepartie, elle crée des billets ou accepte des dépôts des banques commerciales. L'augmentation des réserves des banques commerciales permet précisément le fonctionnement du multiplicateur monétaire, c'est-à-dire une création de crédits et de monnaie de banque.

Or, en régime de changes fixes, les prix sont déterminés par les prix mondiaux. Si la politique monétaire de la Banque centrale est trop expansionniste par rapport à la croissance des prix mondiaux et à la croissance des transactions nationales, les agents économiques vont se retrouver avec un excès d'encaisses monétaires nationales. Ils vont essayer de s'en débarrasser, c'est-à-dire qu'ils vont offrir de la monnaie et demander des produits et des titres. L'excès de monnaie étant un phénomène global dans le pays, ils ne pourront évidemment se débarrasser de leurs excès d'encaisses qu'auprès des agents économiques extérieurs. Il y aura alors tendance à la dépréciation de la monnaie nationale sur le marché des changes, celle-ci devenant relativement moins rare. Lorsque le point de sortie de l'or aura été atteint, la banque centrale sera obligée de vendre de l'or et de racheter la monnaie nationale.

Ainsi, le fonctionnement du marché des changes, joint à la règle du jeu de l'étalon-or, oblige la Banque centrale à détruire la monnaie qu'elle avait créée en excès. De la même manière, une Banque cen-

trale qui n'aurait pas créé « assez » de monnaie nationale par rapport au reste du monde se verrait obligée d'en créer par suite des entrées d'or.

On peut admettre que, tout au moins à long terme, chaque Banque centrale désire maintenir un certain rapport entre son encaisse-or et le total de ses avoirs, c'est-à-dire sa base monétaire. En effet, si une Banque centrale acceptait indéfiniment de vendre de l'or, elle serait obligée un jour ou l'autre d'abandonner ses interventions sur le marché de l'or, ce qui empêcherait évidemment le fonctionnement de l'étalon-or, tout au moins pour le pays en question. Cette situation n'est pas purement imaginaire puisqu'elle correspond précisément à ce qui s'est passé au cours du ^{xx}e siècle pour l'ensemble des banques centrales, mais c'est une hypothèse contraire aux règles du jeu du système. De la même manière on ne peut pas imaginer qu'une Banque centrale accepte d'accumuler indéfiniment de l'or, d'autant plus que celui-ci ne porte pas intérêt et que cette accumulation représenterait donc pour une Banque centrale un gaspillage de ressources. Par conséquent, on peut admettre une certaine proportionnalité au niveau mondial entre le stock d'or globalement détenu par les banques centrales et le total de leurs avoirs, donc le total de la masse monétaire mondiale.

Si le stock d'or disponible dans le monde pour les banques centrales, une fois les besoins de l'industrie, de la bijouterie et de la thésaurisation satisfaits, augmente plus vite que le total des biens produits dans le monde il y a inflation mondiale, c'est-à-dire augmentation mondiale des prix, puisque la croissance monétaire dans le monde est plus rapide que la croissance de la production. Dans l'hypothèse inverse, il y a déflation mondiale, c'est-à-dire baisse continue des prix.

On a constaté au ^{xix}e siècle des vagues successives d'inflation mondiale et de déflation mondiale liées, en particulier, aux découvertes de mines d'or. Au ^{xx}e siècle on a assisté à un autre phénomène, à savoir la destruction progressive de l'étalon-or. En effet, compte tenu de la rapide expansion de la production de marchandises et de l'expansion plus faible du stock d'or, le respect des règles du jeu de l'étalon-or aurait impliqué une baisse continue du prix des marchandises exprimé en or et, par conséquent, en monnaies nationales. On a souvent répété qu'une telle situation aurait été intolérable car

elle aurait entraîné des niveaux de chômage importants. Il n'en est rien. Nous avons en effet rappelé au chapitre 1 qu'il n'existe à long terme *aucune relation entre le taux d'inflation et le taux de chômage*, contrairement aux idées courantes, dont l'expression prétendue scientifique est la courbe de Phillips¹. Il existe par contre des « courbes de Phillips » à court terme, plus précisément d'ailleurs une relation entre le taux de chômage et un *taux d'inflation non prévu*. Ainsi, il y a eu un chômage très important au début des années trente non pas parce que les prix ont baissé, mais parce qu'ils ont baissé de *manière imprévue* par suite d'un changement beaucoup trop rapide de la politique monétaire. Par contre, une baisse continue et anticipée du niveau général des prix mondiaux d'environ 3 % par exemple ne pourrait guère être que bénéfique.

Mais voilà que les Etats ont prétendu intervenir de plus en plus dans la vie économique au cours du xx^e siècle, qu'ils sont arrivés à faire croire qu'il était légitime de leur remettre le pouvoir monétaire et qu'ils sauraient l'utiliser pour assurer la prospérité et le plein-emploi. La théorie keynésienne, malgré ses obscurités ou plus probablement à cause d'elles, est venue donner une caution d'apparence scientifique à ces pratiques. C'est ainsi que les « responsables » monétaires, faisant preuve d'une particulière irresponsabilité, ont prétendu faire une politique monétaire active à destination intérieure tout en maintenant les règles du jeu de l'étalon-or, qui interdisaient précisément toute politique discrétionnaire. *L'histoire monétaire du XX^e siècle n'est rien d'autre que l'histoire de la destruction d'un système institutionnel par l'arbitraire bureaucratique*. Et ce qui est peut-être le plus extraordinaire et le plus inquiétant dans cette histoire monétaire c'est que les quelques hommes qui ont accaparé ainsi le pouvoir monétaire aux dépens des citoyens sont arrivés à persuader ceux-ci de la supériorité d'un système prétendument plus rationnel, parce que « géré » par les hommes, soi-disant au profit des autres hommes. La preuve est définitivement faite pourtant que les « despotes éclairés », en substituant

1. La méthode scientifique consiste, nous l'avons vu, à partir d'hypothèses théoriques et à en chercher la confirmation ou la réfutation empiriques. La courbe de Phillips n'a pas fait l'objet d'une semblable démarche ; il s'agissait uniquement à l'origine d'une régularité statistique et il est justement intéressant de noter que la démarche consistant à « partir des faits » au lieu de « partir de la théorie » a échoué. Cela devrait contribuer à convaincre ceux qui ont coutume d'opposer la théorie et la pratique que seule la théorie est concrète, que seule elle permet d'expliquer les faits et que le reste n'est que verbiage.

leur rationalité à celle de leurs administrés, ne peuvent que diminuer le bien-être de ceux-ci par rapport à ce qui se passerait si la propre rationalité de chacun pouvait s'exercer dans le cadre d'un système institutionnel approprié. Ce cadre institutionnel existe dans le domaine monétaire : c'est l'étalon-or — ou un système similaire — si l'on préfère les changes fixes, c'est, sinon, le flottement des taux de change sans intervention des banques centrales. Malheureusement, les banques centrales ont détruit l'étalon-or, elles font maintenant de même avec les taux de change flottants.

Une expansion monétaire beaucoup plus importante que ce qu'impliquait le bon fonctionnement de l'étalon-or a conduit à l'effritement continu de ce système. Mais au lieu de reconnaître qu'elles avaient créé trop de monnaie nationale par rapport à la base-or du système et au lieu de détruire, par conséquent, ces excédents, les banques centrales ont préféré prétendre que la base-or était insuffisante. Pourtant le principe même de l'étalon-or consiste à adapter la masse monétaire mondiale (c'est-à-dire la somme de toutes les monnaies nationales) au stock d'or possédé par les banques centrales. Il n'est pas d'adapter le stock de réserves extérieures des banques centrales au montant de la masse monétaire qu'elles créent. Ainsi est né le leitmotiv de l'« insuffisance de liquidités internationales », que le monde occidental traîne derrière lui tout au long du ^{xx}e siècle, qui a inspiré le passage à l'étalon-devise-or ou la création des DTS et qui risque de survivre pendant des décennies.

II — *L'étalon-devise-or*

Le stock d'or des banques centrales apparaissant de plus en plus mince par rapport aux quantités de monnaies nationales en circulation, les banques centrales ont peu à peu pris l'habitude de faire entrer dans leurs avoirs d'autres actifs extérieurs que l'or, à savoir certaines de ces monnaies nationales, en particulier la livre sterling et le dollar. Ce système avait été recommandé lors de la Conférence de Gênes (1923), au cours de laquelle on s'est inquiété d'une prétendue « pénurie d'or » (comment une telle expression, manifestant une telle incompréhension des mécanismes monétaires de base, a-t-elle pu être utilisée par des hommes qui se disaient des « experts » ?).

Ce fut le système dans lequel le monde occidental a vécu jusqu'à

la fin des années soixante. On lui donna le nom d'étalon-devise-or ou, selon l'expression anglaise, de GES (*Gold-Exchange-Standard*). Comme l'étalon-or c'est un régime de changes fixes, mais où les banques centrales interviennent soit sur le marché de l'or soit sur le marché d'une monnaie nationale (qui fut de plus en plus le dollar).

D'après les accords de Bretton Woods, signés en 1944, les monnaies sont définies en termes d'or¹, ce qui ne veut pas dire que l'intervention des banques centrales se fait nécessairement en or.

Du point de vue de la fixité des taux de change, ce type de GES ne différait pas fondamentalement de l'étalon-or : en effet, de même qu'il existait, par suite de l'existence des points d'entrée et de sortie de l'or, une marge autour de la parité, à l'intérieur de laquelle les taux de change étaient librement fluctuants en régime d'étalon-or, il a été décidé dans les statuts du Fonds monétaire international que chaque pays serait tenu d'empêcher le taux de change de sa monnaie de sortir d'une marge de ± 1 % autour de la parité.

Mais tandis que, dans le régime de l'étalon-or, la marge en question était variable en fonction des coûts de transport et d'assurances, eux-mêmes fonction en particulier de l'éloignement des différents pays entre eux, la marge qui existait dans le régime de GES était la même pour tous.

La plupart des pays ont, en fait, maintenu leur taux de change à l'intérieur d'une limite plus étroite, d'environ 0,75 % de part et d'autre de la parité. On sait, par ailleurs, que la marge de flexibilité est passée à $\pm 2,25$ % par rapport à la parité lors des accords de Washington du 18 décembre 1971.

La fixité des taux de change suppose l'intervention des banques centrales, de manière à « soutenir » le cours des monnaies qui ont tendance à se déprécier et à modérer la hausse de celles qui ont tendance à s'apprécier. Dans les années d'après-guerre les banques centrales détenaient essentiellement de l'or et des dollars et, accessoirement, d'autres monnaies et différents types d'actifs auprès du Fonds monétaire international. On supposera — sans crainte de

1. D'après les statuts du Fonds monétaire international « la parité de la monnaie de chaque Etat membre sera exprimée en termes d'or... ou en dollars des Etats-Unis d'Amérique du poids et du titre en vigueur le 1^{er} juillet 1944 », la deuxième expression revenant évidemment au même que la première, étant donné que le prix du dollar en termes d'or au 1^{er} juillet 1944 est donné une fois pour toutes.

s'éloigner vraiment de la réalité — que les banques centrales n'interviennent qu'en or et en dollars.

D'après les statuts du Fonds monétaire international tous les pays non seulement définissent leurs parités en termes d'or, mais maintiennent ces parités en intervenant sur le marché de l'or, c'est-à-dire en achetant et en vendant de l'or contre leur propre monnaie. En ce sens le retour à l'étalon-or était institutionnellement prévu. En fait il a été aussi prévu dans les statuts qu'un pays est « censé remplir ses obligations » concernant la stabilisation du cours de sa monnaie en termes d'or s'il intervient au moyen d'une autre monnaie dont le taux de change par rapport à l'or est lui-même stabilisé grâce à l'intervention en or de la Banque centrale qui l'émet.

Les Etats-Unis ont été les seuls à déclarer officiellement leur intention d'intervenir sur le marché de l'or en achetant et vendant des dollars par une lettre adressée au FMI en 1949. Désormais, tous les pays pouvaient maintenir indirectement la fixité de leur taux de change en termes d'or en achetant et en vendant des dollars contre leur propre monnaie à un prix fixe, ou, tout au moins, dans les limites des marges de flexibilité dont il a été question ci-dessus. La fixité de principe du dollar en termes d'or — au prix de 35 dollars l'once d'or fin — assurait la fixité indirecte des prix des autres monnaies en or, donc des différentes monnaies entre elles.

Il y avait finalement dans ce système un partage des tâches : tous les pays — sauf les Etats-Unis — intervenaient en dollars (contre leurs propres monnaies). Seuls les Etats-Unis intervenaient sur le marché de l'or.

En réalité, le tableau des faits était quelque peu plus complexe et parfois un peu paradoxal.

Tout d'abord, depuis 1961, seules les banques centrales avaient la possibilité d'effectuer des transactions en or avec la Banque centrale américaine, le *Federal Reserve System* (appelé ci-après le Fed). A cette date, en effet, les Etats-Unis ont interdit à leurs résidents non seulement d'acheter et de vendre de l'or, mais encore d'en détenir¹. Par contre, le secteur privé est resté autorisé à détenir de l'or dans la plupart des autres pays et il se le procurait auprès des banques centrales non américaines, qui, pour leur part, l'obtenaient du Fed.

1. Cette interdiction a été levée en 1974.

Ainsi, la liaison entre le secteur privé et la seule Banque centrale qui était censée officiellement intervenir en or était indirecte. Toutes les banques centrales étaient donc amenées à intervenir sur le marché de l'or, bien qu'une seule d'entre elles ait déclaré officiellement sa détermination à mener cette politique. Aussi en 1961 un certain nombre de grandes banques centrales décidèrent de créer ce que l'on a appelé le « pool de l'or » : lorsque le secteur privé se portait acheteur net d'or, chaque Banque centrale membre de l'accord contribuait à alimenter le marché — concrètement localisé essentiellement à Londres — dans une proportion déterminée à l'avance. Cet arrangement a été supprimé en 1968, lors de la création du double marché de l'or, dont il sera ultérieurement question.

Dans ce système, la quantité d'or détenue dans les réserves officielles du pays émetteur de la monnaie-clef sert en principe de base à l'émission de monnaie dans ce pays¹. Etant donné qu'il existe un lien, non pas instantané, mais au moins dans le long terme, entre la quantité de monnaie en circulation et le niveau général des prix, l'accumulation d'or, elle-même explicable par la rareté relative de l'or, donc par le coût de production de l'or, impose un certain rythme d'inflation ou de déflation au pays émetteur de la monnaie-clef.

Quant aux autres pays, aussi longtemps que les parités restent fixes, ils doivent également accepter d'aligner leur taux d'inflation sur celui du pays à monnaie-clef.

Nous avons en effet déjà souligné à plusieurs reprises qu'un pays ne pouvait pas avoir un taux d'inflation durablement différent de celui des pays avec lesquels il est en relations de changes fixes, ni par conséquent une politique monétaire divergente. Nous pouvons rappeler comment ces propositions se traduisent concrètement².

Prenons par exemple le cas d'un pays non émetteur de la monnaie-clef (on peut l'appeler pays périphérique) qui essaie de maintenir un taux d'inflation plus faible que celui des autres pays. Ses prix d'import-

1. Nous appelons monnaie-clef la monnaie qui sert de moyen d'intervention pour les banques centrales ; si le dollar a été choisi pour ce rôle c'est essentiellement parce que son aire de circulation très vaste et sa stabilité en faisaient la liquidité internationale par excellence des échangistes privés. Mais cette coïncidence des fonctions n'est pas forcément nécessaire.

2. La description de ce processus de transmission de l'inflation relève de ce que l'on a appelé « l'approche monétaire de la balance des paiements », que l'on doit essentiellement à H. Johnson et à R. Mundell.

tation en monnaie nationale augmentent par suite de l'inflation extérieure, puisque le taux de change est fixe. Il y a, de ce fait, une augmentation des prix intérieurs, qui se transmet peu à peu à tous les biens. Si la Banque centrale continue à pratiquer une politique monétaire restrictive, les agents économiques se trouvent avec des encaisses insuffisantes puisque les prix ont augmenté. Ils vont donc essayer d'en obtenir en vendant des biens — produits, mais aussi actifs financiers — à l'extérieur, c'est-à-dire qu'apparaît ce que l'on appelle un « surplus de balance des paiements ». Ils vont alors échanger les recettes en devises ainsi reçues contre de la monnaie nationale. De par les règles d'un système de changes fixes, la Banque centrale achète ces devises, dès que la limite supérieure de la marge de flexibilité est atteinte et elle crée en contrepartie de la monnaie nationale. De cette manière l'inflation s'étend nécessairement à tous les pays.

On pourrait d'ailleurs expliquer ainsi la situation d'un pays comme l'Allemagne au cours des années soixante et soixante-dix : sa tendance continuelle à dégager des excédents commerciaux ne provient pas d'un quelconque « dynamisme » commercial ou industriel — ce qui n'explique pas grand-chose — mais tout simplement d'une politique monétaire plus restrictive que celle des autres pays.

Bien entendu, les processus qui ont été décrits ci-dessus pour le cas d'un pays périphérique qui désire — sans y arriver — avoir un taux d'inflation plus faible que celui du reste du monde peuvent être décrits de manière parfaitement symétrique pour le cas d'un pays qui accepterait un taux d'inflation plus élevé que le taux d'inflation mondial : les « pertes de devises » qui s'ensuivent ne sont tout simplement pas tolérables et le pays en question est obligé de modérer sa création monétaire. Les pertes de devises se traduisent d'ailleurs par une destruction de monnaie nationale.

Le pays périphérique peut essayer d'échapper à la « domination » de la conjoncture du pays-clef qu'il a implicitement acceptée lorsqu'il a décidé d'intervenir en termes de cette monnaie-clef. Il pratiquera alors une politique de neutralisation, c'est-à-dire qu'il essaiera d'éviter que les variations de son stock de réserves en devises n'affectent la masse monétaire nationale. Dans le cas d'un pays qui cherche à faire moins d'inflation que le reste du monde, la Banque centrale accumulera donc d'autant moins de créances nationales qu'elle recevra plus de devises, en utilisant pour cela les instruments traditionnels de la

politique monétaire (open-market, taux d'escompte, coefficient de réserves obligatoires, politique du crédit, etc.). Mais plus sa politique de créances nationales sera restrictive, plus le besoin d'encaisses monétaires du public sera important et plus le surplus de balance des paiements sera grand. L'accélération des entrées de devises conduit nécessairement la Banque centrale à abandonner sa politique de neutralisation un jour ou l'autre. Il en va évidemment de même dans le cas symétrique d'une Banque centrale qui essaie de faire une politique monétaire plus expansionniste que ses partenaires.

Une Banque centrale n'a donc qu'un moyen de conserver son indépendance monétaire (pour le meilleur comme pour le pire), à savoir d'accepter ou de décider des variations de taux de change : accepter, c'est-à-dire se refuser d'intervenir sur le marché des changes en adoptant un régime de taux de changes flottants ; décider, c'est-à-dire annoncer un nouveau prix d'intervention sur le marché des changes. Dans ce dernier cas on parle de dévaluation si la Banque centrale annonce un prix moins élevé de sa monnaie en termes des autres monnaies (soit de l'or, soit de la monnaie d'intervention), on parle de réévaluation si elle annonce un prix plus élevé. Mais il est bien évident que le recours à une dévaluation ou à une réévaluation est bien la preuve que la Banque centrale n'a pas été capable de jouer les règles du jeu d'un régime de changes fixes qu'elle avait en principe acceptées. Par ailleurs, la nouvelle parité pourra être maintenue dans la seule mesure où la Banque centrale fera désormais une politique monétaire compatible avec sa politique de change, c'est-à-dire une « politique d'intervention passive ».

Dans le système d'étalon-dollar-or tel qu'il a fonctionné jusqu'à la première moitié des années soixante, les Etats-Unis ont eu un taux d'inflation moindre que celui de la plupart des principaux pays industriels, alors que les taux d'inflation des Etats-Unis et des autres pays industriels se sont à peu près égalisés au cours de la période 1965-1970 (cf. tableau I). C'est pourquoi la plupart des monnaies avaient dû être dévaluées par rapport à l'or (puisque la parité était fixée en termes d'or), donc par rapport au dollar, jusqu'au milieu des années soixante¹.

1. Il est caractéristique qu'au cours de la période 1965-1970 les seules dévaluations pratiquées par les pays mentionnés dans le tableau I l'aient été par le Danemark et le Royaume-Uni en 1967, ce qui permettait au Royaume-Uni d'« éponger » son passé inflationniste (et au Danemark de le suivre), et par la France en 1969, où le taux d'inflation a été plus élevé qu'aux Etats-Unis en 1968 et 1969.

TABLEAU I. — *Augmentation des prix dans les pays industriels, 1960-1970 (variations en pourcentage de l'indice des prix du PNB, en taux annuels)*

	Moyennes annuelles			Variations par rapport à l'année précédente			
	1960-1965	1965-1970	1960-1970	1967	1968	1969	1970
Etats-Unis	1,4	4,0	2,7	3,2	4,0	4,8	5,5
Pays industriels de l'Europe							
Continentale ⁽¹⁾	4,2	4,0	4,1	2,7	3,0	4,7	6,1
France	4,1	4,5	4,3	2,9	5,0	6,9	5,2
Allemagne	3,6	3,4	3,5	1,1	1,6	3,5	7,4
Italie	5,4	3,4	4,4	3,0	1,5	4,2	6,3
Autres ⁽¹⁾ ⁽²⁾	4,3	4,6	4,4	4,3	3,5	4,1	5,6
Royaume Uni	3,4	4,8	4,1	3,2	3,9	5,1	7,4
Japon	5,0	4,5	4,8	4,2	3,7	4,1	6,2
Moyenne tous pays industriels ⁽¹⁾	2,5	4,1	3,3	3,1	3,6	4,6	5,8

⁽¹⁾ Moyenne pondérée des variations en pourcentage par pays, le produit national brut estimé en dollars au taux de change courant servant au calcul du coefficient de pondération.

⁽²⁾ Autriche, Belgique, Danemark, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Suède et Suisse.

Source : Fonds monétaire international, *Rapport annuel*, 1971, p. 64 (d'après des rapports économiques et statistiques nationaux, le secrétariat de l'OCDE et les estimations du FMI).

Le système du GES a été assez bien accepté jusqu'à la fin des années soixante car les pays autres que les Etats-Unis n'en ressentaient pas trop les contraintes, tout au moins le fait que leur politique monétaire était nécessairement dépendante de la politique monétaire américaine. Celle-ci, pour sa part, était en principe dépendante de l'accumulation d'or, mais elle s'était en fait progressivement affranchie de cette contrainte, faisant passer le monde d'un système d'étalon-dollar-or à un système d'étalon-dollar, ce qui devait finalement être officialisé en mars 1968 avec la démonétisation de l'or¹.

Il était pourtant un aspect du système qui était assez mal supporté, tout au moins par certains des pays périphériques, à savoir le fait d'utiliser une monnaie nationale comme liquidité internationale, c'est-à-dire à la fois comme monnaie d'intervention des banques

1. Voir ci-après p. 85.

centrales et comme principale monnaie de réserve internationale du secteur privé. Cette caractéristique du dollar, monnaie émise essentiellement par le système bancaire américain, a été à l'origine de ce que l'on a appelé le « déficit de la balance des paiements américaine », selon une terminologie très contestable. En effet, le terme de « déficit » suggère l'idée d'un déséquilibre économique. Il n'en est rien pourtant et le « déficit de la balance des paiements » des Etats-Unis ne signifie pas qu'il existe, aujourd'hui comme hier, un déséquilibre à corriger et ne justifie par conséquent ni les politiques d'ajustement visant à le supprimer, sans bien sûr y arriver, ni l'attention constante qu'on lui a portée.

En effet la définition du déficit de la balance des paiements est purement conventionnelle¹. Elle consiste à séparer des mouvements de biens (marchandises, actifs financiers et éventuellement monétaires) dont on décide *a priori* et une fois pour toutes qu'ils sont « normaux » et d'autres qui seraient non désirés. Par conséquent, croire que la balance des paiements américaine était en déficit c'était croire que les mouvements de capitaux et de monnaie (dollars) ne correspondaient pas aux besoins effectifs des échangistes. Or, ces mouvements étaient parfaitement désirés de telle sorte que la balance des paiements américaine n'était pas déséquilibrée². En effet, ils répondaient à deux types de besoins :

a / Des besoins d'accumulation de réserves de change publiques ou privées par des pays dont les transactions internationales augmentaient constamment. Le dollar étant la monnaie la plus liquide internationalement il était normal qu'il soit accumulé dans le monde entier, donc que les Etats-Unis, spécialisés dans la production de dollars, en soient vendeurs, ce qui se traduisait pour les statisticiens par un « déficit de balance des paiements ».

b / Du financement à long terme des investissements européens par les Etats-Unis. Les besoins de financement des Européens et, par contre, leur réticence à placer leur épargne à long terme entraî-

1. Les lignes qui suivent jusqu'à la fin du premier paragraphe de la p. 77 sont reprises, avec quelques modifications mineures, d'un article que nous avons publié dans *Le Monde* du 1^{er} août 1967. Il semble que les confusions que nous y dénoncions soient tout aussi fréquentes aujourd'hui qu'elles l'étaient à cette époque.

2. Ne faut-il pas rappeler d'ailleurs que toute transaction comporte une partie achat et une partie vente, que les deux sont désirées par les partenaires de l'échange et que la balance des paiements est donc, par définition, toujours équilibrée ?

naient une tendance des taux d'intérêt à être élevés en Europe. Comme il en allait différemment aux Etats-Unis, les Américains achetaient des titres à long terme ou faisaient des investissements directs contre remise de titres de créances à court terme sur eux-mêmes, c'est-à-dire de dollars. Ils jouaient ainsi le rôle d'un intermédiaire financier qui, comme tout système bancaire et financier, emprunte à court terme et prête à long terme¹.

Ainsi, le système était bien équilibré puisqu'il permettait de faire des échanges *désirés* entre des créances à court terme sur les Etats-Unis et des produits (puisque la balance commerciale américaine a été presque toujours excédentaire) contre des titres à long terme des autres pays. Vouloir l'équilibre de la balance des paiements américaine c'était être victime de l'illusion du déficit et désirer une situation qui, malgré les apparences, aurait été une situation de déséquilibre.

Certes, on pouvait considérer comme peu équitable que les Etats-Unis puissent obtenir des titres de créances à long terme ou des produits par simple remise de dollars dont le coût de production était faible. Mais, outre le fait qu'ils étaient ainsi rémunérés pour le double service rendu aux autres nations², il faut voir que bien souvent ils payaient un intérêt sur les créances en dollars que leurs détenteurs extérieurs plaçaient chez eux, ce qui redistribuait entre les nations les avantages tirés de la production d'une monnaie dont le coût de production était bien inférieur à son prix de vente.

Il nous paraît essentiel de souligner que le caractère de liquidité internationale attribué à un bien ne vient pas seulement d'une décision des autorités monétaires mais du « vote anonyme » de l'ensemble des échangistes, qui considèrent tel ou tel bien comme particulièrement liquide, c'est-à-dire apte à remplir ses fonctions de moyen d'échange et de réserve de valeur. En ce sens, l'or, le dollar ne sont pas

1. Ce mécanisme a été excellemment exposé par E. DESPRÈS, C. P. KINDLEBERGER et W. S. SALANT, dans « The Dollar and World Liquidity : A Minority View », *The Economist*, CCXVIII, 5-11 février 1966, pp. 526-529.

2. Il n'y a pas plus de raisons de se scandaliser de cette situation qu'il n'y en aurait à se scandaliser du fait que le travail d'une banque consiste à créer de la monnaie en contrepartie de créances. Les Etats-Unis sont tout simplement un peu plus « banquiers » que les autres. On pourrait même dire que plus un pays est développé, plus la technologie bancaire y tient une place importante. La spécialisation des Etats-Unis dans les activités bancaires est donc une chose normale, c'est-à-dire qu'il est normal que les Etats-Unis exportent de la monnaie. Les autres pays, par ailleurs, peuvent profiter de la productivité du système financier qui leur est accessible du fait de son ouverture sur l'extérieur. Ils n'ont pas toujours su en profiter du fait de leurs réactions de type protectionniste.

les seules liquidités internationales, mais ils comportent, aux yeux de leurs détenteurs, un degré plus élevé, bien qu'inégal, de liquidité par rapport aux autres monnaies nationales. Le choix entre ces différents biens dépend de plusieurs facteurs, en particulier de la rémunération qu'ils offrent et de leurs prix actuels et futurs.

Il faudrait en fait préciser que le montant des dollars détenus à l'extérieur des Etats-Unis dépend à la fois de l'offre de dollars par les Etats-Unis — et, éventuellement, par le marché de l'euro-dollar dont il sera question ultérieurement — et de la demande de dollars par les autres pays.

Dans le long terme, l'offre et la demande s'équilibrent, mais à plus court terme l'une peut être plus grande que l'autre et, selon les époques, le « déficit » de la balance des paiements américaine peut être expliqué par des facteurs relatifs à l'offre ou par des facteurs relatifs à la demande.

En simplifiant, on peut dire que dans le cas où le taux d'inflation des Etats-Unis est supérieur au taux d'inflation toléré ou désiré en moyenne par le reste du monde, le déficit est en grande partie expliqué par une offre trop abondante de dollars : les agents économiques américains, possédant trop d'encaisses, en dépensent une partie pour acheter des produits et des actifs étrangers. Les pays périphériques sont obligés par les règles du jeu d'un régime de changes fixes d'acheter ces dollars et d'en accumuler des stocks supérieurs à ce qu'ils désireraient normalement. L'inflation se transmet ainsi aux autres pays.

Mais dans tous les cas, que le taux d'inflation américain ait tendance à être plus fort ou plus faible qu'à l'extérieur, il y a une demande de dollars dès lors que la croissance mondiale n'est pas nulle et dès lors que l'inflation mondiale n'est pas nulle, c'est-à-dire que des facteurs de demande expliquent le déficit américain, totalement ou partiellement.

Nous verrons que ces facteurs ont été dominants jusque vers 1970 et qu'ensuite une *partie* du déficit américain peut être expliquée par des facteurs relatifs à l'offre de dollars.

On a souvent comparé le système monétaire à une pyramide qui reposerait sur sa pointe (la base monétaire). Si la pointe est étroite, il convient que la masse de la pyramide ne soit pas trop grande pour éviter que l'ensemble ne bascule. Le régime de l'étalon-or s'est achevé

parce qu'on avait trop agrandi la masse ; mais au lieu de proportionner la masse à la pointe (la base) on a préféré élargir la pointe, c'est-à-dire passer de l'étalon-or à l'étalon-devise-or. Ce passage représentait l'équivalent d'un progrès technique artificiel dans la production d'or : à chaque gramme d'or détenu par les banques centrales on associait désormais un certain nombre d'unités monétaires. A cette nouvelle pointe de la pyramide pouvait désormais correspondre une masse plus importante. Mais il était illusoire de penser que cette masse pouvait s'élargir inconsiderément. L'instauration du GES donnait un répit aux banques centrales en leur permettant de continuer à pratiquer une politique monétaire incompatible avec les règles du jeu qu'elles avaient décidées entre elles. Mais si la croissance de la masse monétaire mondiale — c'est-à-dire de l'ensemble des monnaies — continuait à être plus rapide que la croissance des réserves en or et devises détenues par les banques centrales, le système devait nécessairement s'effondrer. C'est ce qui s'est passé. On a bien sûr parlé non plus peut-être de « pénurie d'or », mais de « pénurie de liquidités internationales », un peu comme le ferait un architecte qui ayant planté quelques piquets de bois et construit vingt étages en béton par-dessus invoquerait la « pénurie de piquets de bois » lorsque le bâtiment menacerait de s'effondrer, planterait quelques piquets de plus et en profiterait pour ajouter dix étages...

Au lieu de s'interroger sur la validité des politiques monétaires qu'ils menaient, les hommes que l'on a coutume d'appeler des « autorités monétaires » ont cherché des gadgets techniques pour augmenter les « liquidités internationales », d'où cette profusion de prétendus plans de réforme du système monétaire international que l'on a vu fleurir dans les années soixante et dont l'intérêt essentiel a été de donner quelque notoriété supplémentaire à des hommes pour qui l'exercice de l'autorité n'était pas un objectif suffisant.

C'est ainsi que le GES est mort un jour de mars 1968, que l'on décida de créer de nouvelles liquidités internationales, appelées « droits de tirage spéciaux », et que l'on accéléra la fabrication de la monnaie.

CHANGES FIXES SANS MONNAIE INTERNATIONALE

Si les taux de change sont réellement fixes et sont considérés comme tels, un système de monnaies nationales sans monnaie internationale est très proche du système où il n'existe qu'une monnaie dans le monde. Il existe pourtant deux différences entre ces systèmes :

— La première est surtout formelle, à savoir qu'il existe plusieurs unités monétaires, c'est-à-dire que les prix, quels que soient les biens concernés, peuvent être exprimés en termes de l'un ou l'autre numéraire. Il n'y a cependant aucune difficulté pour passer d'un numéraire à l'autre puisqu'il suffit d'utiliser le taux de change. Ainsi, on pourra mesurer une quantité de francs en termes de dollars, ou exprimer un prix mesuré en France en termes de dollars. Deux concepts, en particulier, sont spécialement clairs dans ce cas : celui de masse monétaire mondiale et celui d'inflation mondiale. La masse monétaire mondiale est la somme de toutes les masses monétaires exprimées en un même numéraire, par exemple l'une des monnaies. L'inflation mondiale se définit comme la variation du prix d'un panier de marchandises en termes de l'une quelconque des monnaies ou, de manière identique, comme la dépréciation de l'une quelconque des monnaies en termes d'un panier de marchandises. Ainsi on pourra mesurer le prix en dollars d'un panier de marchandises échangées en France et au Japon, ou le prix en Deutsche Mark d'un panier de marchandises échangées en Australie, etc. Bien entendu, on n'aura pas exactement

la même mesure de l'inflation mondiale selon que l'on prendra tel ou tel panier de marchandises, étant donné que l'augmentation du prix d'un produit ne se transmet pas immédiatement dans le monde entier et qu'il existe des variations de prix relatifs, qui affectent la mesure du taux d'inflation (voir ci-dessus pp. 31-36). C'est pourquoi on pourra exprimer le taux d'inflation mondiale à partir d'un « panier de paniers », c'est-à-dire qu'on utilisera un indice des prix mondiaux calculé à partir des indices nationaux, les pondérations tenant compte par exemple de la dimension économique de chaque pays. Mais il s'agit là d'une procédure purement pragmatique.

— La deuxième différence est beaucoup plus fondamentale, puisqu'elle ne concerne pas la mesure des phénomènes mais les mécanismes en jeu. En effet, il y a inflation mondiale s'il y a croissance monétaire mondiale plus rapide que la croissance du revenu réel mondial. Mais cette proposition soulève aussitôt une question : quelle est la *source de la création monétaire mondiale* ? Il n'est pas difficile de répondre à cette question lorsqu'il existe un actif monétaire jouant le rôle de régulateur mondial des politiques monétaires, comme cela était le cas dans le régime de l'étalon-or ou de l'étalon-devise-or. La réponse est moins évidente lorsque plusieurs monnaies nationales sont susceptibles de jouer un rôle de monnaie d'intervention. C'est alors que les systèmes d'organisation deviennent primordiaux et que l'on rencontre la notion de symétrie ou d'asymétrie. A chaque monnaie correspond en effet dans l'organisation monétaire actuelle du monde un système monétaire contrôlé par une Banque centrale. Le système monétaire mondial, pour sa part, peut être ainsi de type hiérarchique et donc asymétrique lorsque différentes banques centrales ne disposent pas du même pouvoir de création monétaire. Le système est de type « égalitaire » si chaque Banque centrale a « les mêmes droits et les mêmes devoirs »¹. Si les deux systèmes ont exactement la même efficacité, un système « égalitaire » est sans doute préféré par les banques centrales. Mais ont-ils nécessairement la même efficacité ? Ou quelles sont les conditions pour qu'ils aient la même efficacité ?

1. Dans tous les cas il n'en reste pas moins que les banques commerciales sont dépendantes des banques centrales. L'« égalité » (ou la « symétrie ») est donc définie en un sens restreint. Or, on peut parfaitement imaginer des systèmes monétaires non hiérarchiques où toutes les banques sont « sur un pied d'égalité ».

Bien entendu, si l'on pouvait trouver un système à la fois efficace et « égalitaire », le problème du choix serait facile. Mais que décider si, par exemple, le système le plus « égalitaire » est le moins efficace, ce qui peut impliquer à la limite que tout le monde perd à l'égalité ? On peut évidemment aimer l'égalité à un point tel que l'on préfère un système égalitaire et peu efficace à un système inégalitaire et efficace. Ce n'est pas à l'économiste de trancher ce choix, mais c'est à lui de préciser les conditions du choix.

Cette discussion n'est évidemment possible qu'à condition de préciser ce que l'on entend par « efficacité ». L'efficacité d'un système monétaire international s'appréciera à sa capacité à assurer une conjoncture — mondiale ou nationale — stable, c'est-à-dire en particulier un taux d'inflation aussi faible que possible et aussi peu variable que possible.

Nous trouverons ici une distinction fondamentale, celle qui existe entre un système institutionnel et un système discrétionnaire.

Un système institutionnel est un système dont l'évolution dépend de la définition et du respect de règles du jeu définies *a priori*, sans référence aux conditions concrètes dans lesquelles elles fonctionneront. Nous en avons vu deux exemples avec l'étalon-or et l'étalon-devise-or. Nous avons également vu que ces systèmes ne pouvaient fonctionner que dans la mesure où ceux qui sont censés respecter les règles du jeu les acceptent effectivement. Ce qui a peut-être manqué à l'étalon-or c'est un système de sanctions ou tout au moins d'incitations. Même si, globalement, le monde aurait intérêt à ce que les règles du jeu de l'étalon-or soient respectées, il se peut que des comportements particuliers aboutissent à faire éclater le système. Il y a à cela une raison fondamentale, à savoir que les citoyens ont intérêt à la stabilité des prix, mais que les banques centrales, c'est-à-dire ceux qui les gèrent, n'y ont pas nécessairement intérêt. En effet, les excès de création monétaire permettent de prélever un impôt d'inflation sur les citoyens ; ils permettent aussi de donner une impulsion temporaire et illusoire à l'activité économique, ce qui est tentant pour des hommes dont l'horizon est court, à savoir les gouvernants, dans la mesure où ils ont pris le contrôle de la Banque centrale. En effet, il est généralement admis — par suite de la propagande assurée par les hommes politiques — que l'Etat prévoit à plus long terme que « le marché »

(dont on dit qu'il serait aveugle). En fait l'horizon d'un homme politique s'arrête à l'échéance de l'élection la plus proche, tandis qu'un individu planifie à l'échelle de sa vie ou même de celle de ses enfants, un entrepreneur à l'échelle de la durée de vie de ses investissements. La tentation est alors grande pour un gouvernant de créer un pouvoir d'achat factice à l'approche d'une élection, c'est-à-dire d'« oublier » les règles du jeu du système qu'il est censé respecter. Au lieu d'en être sanctionné il en est récompensé sous forme d'une victoire électorale.

Un système institutionnel n'est pas concevable uniquement lorsqu'il existe une monnaie internationale sur laquelle personne ne peut avoir d'emprise (cas de l'étalon-or). On peut en imaginer des exemples dans le cas où le système monétaire international repose uniquement sur des monnaies nationales. Le problème essentiel consiste à régler la source de la création monétaire mondiale dans ces systèmes. Il existe des systèmes pyramidaux où une autorité monétaire nationale dispose en fait du pouvoir de création monétaire à l'échelle du monde (exemple : l'étalon-dollar). Il existe des systèmes où le pouvoir monétaire est réparti entre plusieurs autorités monétaires d'une manière plus ou moins précise, plus ou moins définitive (on en trouve des exemples dans l'organisation monétaire de l'Europe). Un système institutionnel est un système qui impose des règles du jeu à l'autorité ou aux autorités qui possèdent en définitive le pouvoir de création monétaire pour le monde ou pour une zone monétaire. Ainsi, dans un système d'étalon-dollar, où la Banque centrale des Etats-Unis détient ce pouvoir, il y aurait un système institutionnel si, par exemple, une Constitution monétaire lui imposait de ne pas accepter une croissance de son bilan (ou de la masse de dollars en circulation aux Etats-Unis ou dans le monde) à un taux supérieur à une certaine limite (règle de croissance monétaire constante préconisée par Milton Friedman) ou à un taux supérieur, par exemple, au taux de croissance du revenu réel mondial, de manière à éviter l'inflation mondiale.

Un système discrétionnaire est au contraire un système où les autorités monétaires pratiquent librement la politique monétaire qu'elles désirent au gré des événements. Son fondement réside évidemment dans les bienfaits supposés d'un système « géré par l'homme » et guidé par la raison, mais qui est en fait un système de « despote moné-

taire éclairé » et qui risque de laisser de côté la rationalité du comportement de tous ceux qui n'ont pas le privilège d'être gouverneur de Banque centrale, ou ministre des Finances. Les systèmes que nous étudierons dans le présent chapitre à titre d'exemple relèvent de cette catégorie.

Puisque les pouvoirs monétaires sont actuellement entre les mains des seules autorités monétaires nationales nous nous préoccuperons essentiellement de la répartition de ces pouvoirs entre autorités monétaires. C'est d'elles que dépend le fonctionnement du système monétaire international ou, plus précisément, interétatique. Nous retrouverons alors un concept qui a soulevé beaucoup de passions dans les discussions relatives au système monétaire international (ou européen) au cours des années passées, le concept de symétrie des droits et des obligations entre pays, c'est-à-dire entre autorités monétaires.

Il est un système asymétrique bien connu, l'étalon-dollar. Ce système est asymétrique parce que la source du pouvoir monétaire mondial est entre les mains d'une Banque centrale, celle des Etats-Unis. Celle-ci, qui émet la monnaie d'intervention, est seule à pouvoir mener une politique monétaire indépendante. Nous rappellerons ce qu'est ce système, de manière à donner un exemple concret du fonctionnement d'un système de changes fixes sans monnaie internationale, en l'occurrence un système asymétrique. Nous verrons ensuite quels sont les principaux problèmes posés par les systèmes de changes fixes sans monnaie internationale et les moyens éventuels de les résoudre.

1 - *Un exemple de système asymétrique :
l'étalon-dollar*

Le système monétaire international des années soixante n'avait plus grand-chose à voir avec le GES pur dont nous avons rappelé les principes. En effet, les Etats-Unis n'en ont pas réellement joué les règles du jeu. La croissance du stock d'or officiel des Etats-Unis plus faible que celle de leur revenu national réel — de même que la croissance du stock d'or officiel mondial plus faible que la croissance du revenu réel mondial — aurait dû conduire à une baisse continue du niveau général des prix. Les Etats-Unis, comme d'ailleurs les autres pays, ont pensé que cette déflation n'était pas supportable pour

leur économie. Ceci est évidemment contestable puisque le recours à l'inflation ne permet pas, sauf à très court terme, de réduire le chômage et d'accroître l'activité économique. A long terme, au contraire, l'inflation crée des distorsions dans les calculs économiques, empêche la monnaie de jouer son rôle d'intermédiaire des échanges et d'assurance contre les aléas du futur, et réduit donc l'efficacité d'une économie. Malheureusement la pratique — inspirée ou non des idées dominantes, en particulier sous l'influence de Keynes — a toujours favorisé l'inflation au cours du xx^e siècle.

Bien entendu on pourrait imaginer un monde où les découvertes de nouvelles mines d'or seraient continues de telle sorte que la croissance rapide du stock d'or des banques centrales serait une cause d'inflation mondiale dans un système d'étalon-or ou de GES. Ce ne fut évidemment pas le cas au xx^e siècle. Nous savons que la croissance trop rapide des liquidités nationales par rapport aux réserves des banques centrales a été appelée « pénurie de liquidités internationales ». Pour la pallier dans le régime du GES, on a eu recours à la création timide de DRS (pour un montant de 10 milliards de dollars au cours des trois premières années de fonctionnement du système — 1970-1972 — et rien par la suite jusqu'à 1979). Mais on a évoqué d'autres solutions, telles que la réévaluation de l'or. On sait en effet qu'un système à base-or repose sur la fixation arbitraire initiale du prix de chaque monnaie nationale en termes d'or. Les prix des autres biens en or ou en monnaies nationales sont alors déterminés par la croissance monétaire. L'inflation ayant été trop forte par suite d'une croissance monétaire trop rapide, une distorsion est apparue entre le prix de l'or en termes de chacune des monnaies nationales et les prix des autres biens en termes de ces mêmes monnaies. La logique du système aurait exigé que l'on ralentisse la création monétaire pour ralentir l'inflation ou même que l'on accepte la déflation, c'est-à-dire que l'on enregistre une diminution des prix des biens. Faute de pouvoir ou de vouloir ajuster le prix des biens au prix de l'or, on a proposé d'ajuster le prix de l'or au prix des biens. Mais il est évident qu'une telle solution ne pouvait guère être qu'une solution provisoire. En effet, on n'aurait pas résolu pour autant les problèmes du long terme. Si dans le passé les différents pays membres du système monétaire international n'ont pas été capables de limiter l'inflation à ce qu'impliquait la base-or de ce système, si dans le régime du GES

en particulier les Etats-Unis n'ont pas été capables de limiter la création de dollars en fonction de l'encaisse-or de la Banque centrale, on peut légitimement se demander par quel miracle une réévaluation de l'or une fois pour toutes aurait pu conduire ces pays à jouer dorénavant les règles du jeu du système. Certains ont d'ailleurs proposé de réévaluer périodiquement le prix de l'or en termes de monnaies nationales. C'est ignorer le rôle régulateur de la création monétaire qu'est censé remplir un système à base-or du fait, précisément, que le prix de l'or en monnaies nationales — c'est-à-dire la parité des monnaies — n'est pas mis en cause. Si l'on admet que les banques centrales affichent un prix de leurs monnaies en or, mais que ce prix peut être modifié à leur convenance on ne voit vraiment pas pourquoi un prix de l'or devrait être annoncé et pourquoi les banques centrales devraient intervenir sur le marché de l'or.

Au cours des années soixante l'or a été progressivement dépouillé de son rôle régulateur. La diminution du rapport entre les réserves d'or et la quantité de dollars en circulation a constitué un autre « truc » pour répondre à court terme à la divergence entre le taux d'inflation désiré par les Etats-Unis et le taux d'inflation (ou de déflation) que le système aurait normalement imposé. Elle ne pouvait pas constituer une réponse à long terme si l'on avait voulu maintenir le rôle de l'or. Ce rôle a été définitivement supprimé lors de l'instauration du double marché de l'or au cours du mois de mars 1968. A cette époque en effet le prix trop bas de l'or — c'est-à-dire en fait le prix trop élevé des autres biens — a suscité une telle demande d'or que la menace d'une disparition rapide des stocks d'or officiels au profit du secteur privé devint évidente.

Bien entendu, une demande à caractère spéculatif s'y ajouta dans la mesure où il paraissait possible que les autorités monétaires modifient un jour le prix officiel de l'or ou même, ainsi qu'il arriva, abandonnent toute intervention sur le marché de l'or. Une fois de plus l'apparence des choses laisse penser que des spéculateurs irresponsables ont obligé les autorités monétaires à renoncer à une sage politique d'intervention sur le marché de l'or. La réalité est toute différente, puisque les autorités monétaires sont seules responsables de ce qui est arrivé.

Un double marché de l'or fut donc instauré en 1968, à savoir un marché libre, où le prix pouvait fluctuer en fonction des variations de

l'offre et de la demande, et un marché officiel, « marché » auquel seules les banques centrales pouvaient avoir accès et où le prix de l'or devait rester au niveau de 35 dollars l'once. En fait, cette décision revenait à créer deux biens totalement différents et non échangeables entre eux, l'or officiel et l'or libre. L'or officiel n'était plus qu'une sorte d'unité de compte abstraite et le système n'avait plus rien à voir avec le GES, qui implique l'intervention d'une Banque centrale — par exemple celle des Etats-Unis — sur le marché de l'or, celui-ci étant par conséquent responsable de la régulation monétaire. Il restait simplement la possibilité aux banques centrales d'échanger des dollars contre de l'or, le stock d'or détenu par l'ensemble des banques centrales restant constant. Toutes ne se sont pas abstenues de pratiquer cet échange, mais certaines se sont contentées de conserver leurs dollars et même d'en accumuler. On ne voit d'ailleurs pas pourquoi les banques centrales auraient préféré détenir de l'or que des dollars *dans la mesure* où le système aurait été censé pouvoir durer indéfiniment. En fait, accepter finalement d'accroître le prix de l'or, c'est-à-dire de cette unité de compte abstraite qu'était devenu l'or, revenait à récompenser les banques centrales qui n'avaient pas eu confiance dans le mécanisme — le double marché de l'or — qu'elles avaient pourtant elles-mêmes accepté. De deux choses l'une en effet : ou bien le GES était un système désirable et, au lieu de créer le double marché de l'or en 1968, il aurait mieux valu augmenter le prix de l'or et se promettre d'en jouer dorénavant les règles du jeu ; ou bien le GES n'était qu'une survivance historique et il fallait donc démonétiser l'or, c'est-à-dire arrêter définitivement les interventions des banques centrales sur le marché de l'or et vendre l'or qu'elles détenaient sur le marché, au prix du marché. C'est ce qui fut d'ailleurs fait ultérieurement.

Ainsi, il nous paraît correct d'interpréter le système existant avant le 15 août 1971 non pas comme un GES mais comme un système *d'étalon-dollar*, c'est-à-dire un système dont la base n'est plus l'or, mais une monnaie nationale, le dollar. Ne portons pas de jugement de valeur sur le système pour le moment, et contentons-nous d'en apprécier les conditions de cohérence.

Dans un monde comportant *n* pays et *n* monnaies nationales, l'une d'entre elles peut être prise comme étalon (on pourrait prendre comme étalon non pas la monnaie-clef, mais toute autre monnaie, tant il est

vrai que la fonction d'étalon ou de numéraire est la fonction la moins importante de la monnaie, mais il est plus simple de choisir pour étalon la monnaie-clef). Il existe donc seulement $n - 1$ taux de change par rapport à cette monnaie-étalon¹. Ce fait est un fait mathématique très simple, mais apparemment ignoré de la plupart de ceux qui interviennent dans les discussions relatives au système monétaire international.

Il signifie tout simplement que dès que $n - 1$ banques centrales interviennent sur le marché pour vendre ou acheter leur propre monnaie contre une autre, les taux de change sont parfaitement déterminés. Si la Banque centrale du n -ième pays se mettait à intervenir, elle risquerait de provoquer des variations erratiques des taux de change, puisque les interventions des $n - 1$ banques centrales pourraient être contradictoires avec l'intervention de la n -ième². C'est pourquoi dans le système de l'étalon-dollar tout ce que l'on pouvait demander aux Etats-Unis c'était de ne pas intervenir sur le marché des changes.

Certes, cette politique n'était pas sans avantages pour les Etats-Unis, puisqu'ils n'avaient pas à détenir de réserves de devises dont l'acquisition est coûteuse et représente une stérilisation de ressources. En outre, les réserves des autres pays étant constituées de dollars et augmentant normalement en même temps que les transactions commerciales et financières internationales, les Etats-Unis bénéficiaient du profit de création monétaire que l'on appelle le « seigneurage ». Alors que chaque système bancaire, dans un pays, reçoit le seigneurage provenant de la création de monnaie nationale, le système bancaire américain recevait un seigneurage en contrepartie de la satisfaction des besoins de liquidités en dollars extérieurs aussi bien qu'intérieurs. En termes plus concrets, les Etats-Unis achetaient des entreprises, des titres et des produits à l'étranger avec des dollars dont la production ne leur coûtait pas cher. Il en est d'ailleurs ainsi dans un système de GES comme dans un système d'étalon-devise³. Mais le par-

1. Il existe ($n - 1$) n taux de change « croisés », chaque monnaie pouvant être échangée contre chacune des $n - 1$ autres ; mais dès que les $n - 1$ taux de change de chaque monnaie par rapport à l'étalon sont déterminés, les autres taux le sont par application d'une simple règle de trois, qui se traduit dans la réalité par les opérations d'arbitrage.

2. Le problème du $n - 1$ est étudié de manière systématique ci-dessous, pp. 90-95.

3. De même, dans un système de changes flottants, si le dollar continue à être utilisé comme monnaie internationale du secteur privé — ce qui fut le cas au cours des années soixante-dix et restera longtemps le cas — le système bancaire américain reçoit un profit de création monétaire. Il le partage d'ailleurs avec l'ensemble du système euro-dollar.

tage des tâches est un peu différent dans les deux systèmes : dans un système de GES, ainsi qu'il a été dit, chaque pays stabilise le prix de sa propre monnaie en termes de la monnaie-clef (et n'y réussit qu'en pratiquant une politique monétaire adéquate), tandis que le pays-clef stabilise le prix de sa monnaie en termes d'or. Dans un système d'étalon-devises chaque pays stabilise le prix de sa propre monnaie en termes de monnaie-clef, tandis que le pays-clef ne subit aucune contrainte extérieure et peut faire la politique monétaire qu'il désire.

Il n'a donc, pour que le système soit logique, qu'à accepter le déficit que les autres pays lui « imposent ». Ce déficit — c'est-à-dire ses ventes de monnaie — représente en fait un gain pour lui, puisque, contrairement à l'opinion courante, un déficit signifie que le pays reçoit plus de marchandises et de biens qu'il n'en cède. Le système est donc logique, mais il n'est pas symétrique puisque le pays à monnaie-clef :

- reçoit des ressources en vendant la monnaie-clef qu'il a le privilège de produire (probablement à un coût inférieur à la valeur des ressources qu'il obtient en contrepartie);
- est libre de pratiquer la politique monétaire qu'il veut, donc d'avoir le taux d'inflation ou de déflation qu'il désire. Les autres pays n'ont qu'à s'adapter.

Du point de vue de la répartition du seigneurage, le système pourrait être rendu plus « juste » par exemple si les détenteurs de dollars dans les pays périphériques recevaient une partie du seigneurage perçu par le système bancaire des Etats-Unis du fait de la création de monnaie internationale. Les dépôts en dollars du secteur privé sont en fait plus ou moins rémunérés selon la nature de ces dépôts et, de toute façon, si leurs détenteurs préfèrent détenir ainsi des dollars plutôt qu'une autre monnaie c'est bien qu'ils y trouvent quelque avantage. Quant aux banques centrales qui détiennent des dollars, elles pourraient effectivement négocier une augmentation de la rémunération de leurs dépôts et il est d'ailleurs vrai que certaines d'entre elles ne se privent pas de la recherche de placements rentables ou que des formules ont été mises au point par l'administration américaine pour offrir des conditions de rémunération correctes (bons du Trésor, bons Roosa, etc.).

Quant à l'asymétrie dans l'autonomie de la politique monétaire,

même en régime de changes fixes sans monnaie internationale, des formules peuvent être trouvées pour la supprimer ou l'atténuer, non sans un certain coût éventuel. Ce sont ces formules que nous allons maintenant étudier. Ajoutons cependant que les pays qui se plaignaient de la position particulière des Etats-Unis pouvaient être considérés comme trop « bêtes » d'accepter de lier complètement leur politique monétaire à celle du pays-clef et de s'en plaindre, alors qu'il leur suffisait, pour s'en libérer, de réévaluer ou de dévaluer leur monnaie ou, bien sûr, d'adopter un système de changes flottants.

Il est des cas, en effet, où on ne subit la domination des autres que parce que l'on veut bien. La traduction idéologique de l'asymétrie monétaire — due au problème purement mathématique du « $n - 1$ » — s'appelle l'« impérialisme », le pays impérialiste étant le n -ième pays. On oublie généralement de préciser qu'il s'agit d'un « impérialisme désiré ». *Ce qui est contradictoire en tout cas c'est de refuser tout à la fois l'étalon-or, les variations de taux de change et la dépendance à l'égard du pays à monnaie-clef.*

II — Symétrie et asymétrie : les principes d'organisation

Nous venons de voir comment fonctionne un système hiérarchique ou asymétrique, c'est-à-dire un système qui donne un rôle particulier à l'émetteur d'une des monnaies internationales échangées. Cet exemple particulier nous a permis de déceler certains des principes d'organisation d'un système asymétrique et nous savons qu'un tel système a un fondement logique précis, à savoir le « problème du $n - 1$ » : dans certaines conditions il est nécessaire que toutes les banques centrales *sauf une* interviennent sur le marché. Le système est cohérent, il peut être efficace si la Banque centrale qui n'intervient pas pratique une politique stabilisante. Quant au seigneurage il est réparti de manière asymétrique, mais il peut être redistribué. Si l'on a pu critiquer l'étalon-dollar dans le passé ce n'est pas fondamentalement à cause de ses *principes* de fonctionnement, mais à cause de la *manière* dont il a effectivement fonctionné, c'est-à-dire qu'il a été inflationniste. Ce que l'on doit critiquer dans le système de la fin des années soixante et du début des années soixante-dix ce n'est pas le système monétaire international lui-même, mais les préceptes d'inspiration keynésienne,

qui ont provoqué une expansion monétaire irresponsable aux Etats-Unis. Malheureusement, il est habituel de faire retomber toutes les responsabilités des difficultés passées sur cette espèce d'être mythique que l'on appelle le « système monétaire international » plutôt que sur les erreurs de politique économique des hommes responsables.

Les changes fixes sont aimés par beaucoup, mais l'étalon-dollar, de par ses asymétries, n'était pas très aimé. Dans la mesure où une monnaie internationale n'est pas possible ou ne résout pas le problème de l'asymétrie (voir chapitre 5) il faut évidemment se demander si l'on peut concilier changes fixes entre monnaies nationales et symétrie.

A / L'ÉGALITÉ DES DROITS ET DES OBLIGATIONS

Pour mieux apprécier dans quelle mesure l'égalité des droits et des obligations peut être assurée, il faut revenir sur le « problème du $n - 1$ ». Nous supposons pour simplifier qu'il existe seulement deux pays dans le monde, la France et les Etats-Unis, et deux monnaies, le franc et le dollar.

a) *Une première hypothèse* est celle où les deux pays sont convenus de maintenir un taux de change rigoureusement fixe entre les deux monnaies sans aucune marge de fluctuation. Si par exemple la Banque de France pratique une politique monétaire trop expansionniste, il y a un excès de francs et une tendance à la baisse du franc par rapport au dollar. Cette baisse ne peut pas se matérialiser à cause de l'intervention des banques centrales inhérente à l'adoption d'un régime de changes fixes. Il suffit qu'une des deux banques centrales achète des francs et vende des dollars. S'il s'agit de la Banque de France, il existe évidemment un risque qu'elle se trouve un jour démunie des dollars nécessaires. Elle est alors nécessairement conduite à revenir sur sa politique monétaire trop expansionniste ou bien à dévaluer, ce qui rend évidente la contradiction entre sa politique monétaire et sa prétention à vivre en régime de changes fixes. S'il s'agit de la Banque centrale américaine — le Fed — elle peut évidemment vendre indéfiniment des dollars et accumuler des francs. Ainsi, la Banque centrale la plus inflationniste oblige l'autre à créer de la monnaie.

On peut aussi parfaitement concevoir dans ce cas que les deux banques centrales interviennent pour maintenir la stabilité du taux de change : leurs actions sont convergentes puisque toutes deux achètent des francs et vendent des dollars. Ce système est donc cohé-

rent et symétrique. Est-il pour autant efficace ? Cela n'est pas certain et c'est pourquoi les dispositions institutionnelles sont fondamentales pour le fonctionnement du système international.

En effet, dans le cas où la Banque de France est tenue de racheter les francs qu'elle a émis en excès contre remise de dollars, elle est nécessairement contrainte à la « sagesse » tôt ou tard, car elle ne peut pas créer des dollars ni prélever indéfiniment sur son stock de dollars, qui est forcément limité. Dans le cas où la Banque de France émet « trop » de francs, mais où le Fed doit racheter la totalité ou une partie de ces francs, par suite de règles institutionnelles ou d'accords *ad hoc*, il n'y a plus de contrainte à l'émission de monnaie par la Banque de France. Cela est le cas soit dans un système asymétrique où le Fed se serait vu attribuer le rôle d'intervenant sur le marché des changes à l'exclusion de la Banque de France, soit même dans le système juridiquement symétrique où les deux banques centrales interviennent : même lorsque la Banque de France a épuisé ses réserve de dollars, les détenteurs de francs peuvent toujours échanger leurs francs contre des dollars auprès de la Banque centrale américaine. Ce système comporte donc un risque et une asymétrie de fait, malgré la symétrie juridique. La monnaie créée en excès sera en partie transformée en une autre monnaie par les soins de la Banque centrale responsable de l'intervention mais il y a de toute façon création monétaire mondiale.

Le système est inégalitaire parce que le pays qui est le plus inflationniste, c'est-à-dire celui qui crée de la monnaie le plus rapidement, en tire un avantage : il vend de la monnaie à l'autre pays, c'est-à-dire qu'il perçoit un seigneurage. Ainsi, un système qui est *juridiquement* symétrique et qui donne à tous les pays « les mêmes droits et les mêmes obligations » peut être très bien asymétrique *d'un point de vue économique*. Le « vice » est récompensé, la « vertu » est condamnée, les profits de la production de monnaie sont inégalement répartis. De là vient le risque de ce système : chaque Banque centrale est incitée à créer de la monnaie de manière à récupérer une plus grande partie du seigneurage. *Un système symétrique peut donc être inflationniste, c'est-à-dire peu efficace*¹.

1. Dans l'hypothèse actuellement envisagée, le système symétrique — intervention des deux banques centrales — n'est pas le seul à être inflationniste. Il en est de même dans le système où seuls les Etats-Unis, par exemple, interviennent. Mais dans ce cas seule la Banque de France a intérêt à être inflationniste. Le Fed sait qu'il devrait pour sa part racheter sa monnaie émise en quantités excessives.

Bien sûr, le pays qui fait plus d'inflation pour récupérer plus de seigneurage perd également quelque chose dans ce jeu, à savoir ce que l'inflation lui coûte et c'est pourquoi il n'a pas intérêt à faire une création monétaire illimitée : il existe un point optimum où il maximise son bénéfice net, c'est-à-dire la différence entre son gain de seigneurage et les pertes dues à l'inflation. Mais il faut ajouter qu'une partie de l'inflation ainsi provoquée pèse sur le reste du monde, de telle sorte que le gain supplémentaire obtenu par un pays aux dépens des autres — prélèvement supplémentaire de seigneurage — est accompagné d'une perte mondiale en termes d'inflation. Si le pays est petit, une croissance monétaire importante peut lui permettre de récupérer une grande quantité de seigneurage par habitant sans que le coût en termes d'inflation soit très important pour le monde. Il n'en va pas de même pour un grand pays : il ne peut récupérer un seigneurage par habitant important qu'à condition de faire une expansion monétaire importante à l'échelle du monde. De ce point de vue également l'organisation monétaire mondiale ne peut être construite de manière parfaitement symétrique.

b) Une deuxième hypothèse est celle où :

- il existe une marge de flexibilité établie soit par un commun accord entre les deux pays, soit par l'organisation internationale (de type Fonds monétaire international), qui est chargée par les pays membres d'établir la réglementation monétaire internationale;
- aucune Banque centrale n'a le droit d'intervenir de manière discrétionnaire à l'intérieur de la marge de flexibilité, alors que l'intervention est obligatoire lorsque les limites de flexibilité sont atteintes.

Reprenons le même cadre de raisonnement que précédemment c'est-à-dire un monde comprenant deux pays, la France et les Etats-Unis, la Banque de France faisant une politique monétaire « trop » expansionniste. Il en résulte une dépréciation du franc jusqu'à ce qu'il atteigne son plancher, c'est-à-dire la limite inférieure de fluctuation (qui est le plafond du dollar). On retrouve alors exactement le même problème que précédemment : l'excès de francs doit être acheté par l'une et/ou l'autre Banque centrale contre remise de dollars. Selon le système retenu, il y aura tendance à la création monétaire mondiale

ou pression sur la Banque de France pour qu'elle limite la création monétaire (ou qu'elle dévalue). Le système est en tout cas cohérent en ce sens que les interventions des banques centrales vont nécessairement dans le sens désiré.

c) Il n'en est pas forcément de même avec la *troisième hypothèse*, celle où il existe des limites de flexibilité telles que les banques centrales — ou certaines d'entre elles — soient obligées d'intervenir lorsque ces limites sont atteintes, mais où elles ont le droit d'intervenir à l'intérieur des marges, de manière discrétionnaire.

Supposons alors que le taux de change soit à un moment donné en un point quelconque à l'intérieur de la marge de flexibilité et que chacune des deux banques centrales désire alors apprécier sa monnaie pour des raisons qui lui sont propres. Dans la mesure où — on l'a vu au chapitre 1 — on ne peut obtenir aucun effet réel durable par la manipulation du taux de change, les justifications de telles politiques sont probablement illusoires; elles n'en existent pas moins souvent et nous devons donc les prendre comme des faits.

Pour apprécier le taux de change de sa monnaie, chaque Banque centrale achète sa propre monnaie et vend la monnaie étrangère. Il en résulte que la Banque de France achète indéfiniment les francs vendus par le Fed et lui vend indéfiniment les dollars qu'elle détient. Le taux de change ne varie pas pour autant, mais chaque Banque centrale épuise les réserves de change qu'elle détient. Lorsque l'une d'entre elles se trouvera sans réserves, l'autre pourra obtenir l'objectif poursuivi. Il est évident que ce système aboutit à des situations incohérentes. Chaque Banque centrale a les mêmes droits et les mêmes obligations, elle dispose de la même liberté. Il n'y en a pas moins une asymétrie — la Banque centrale disposant des réserves les plus importantes peut faire prévaloir son point de vue — et un fonctionnement incohérent du système.

Cette hypothèse correspond à un système discrétionnaire puisque chaque Banque centrale évalue au coup par coup le besoin et le montant de l'intervention. Elle aboutit à une situation moins désirable que la situation précédente qui correspondait à un système institutionnel (règles d'intervention strictement déterminées de manière générale et définitive).

Qu'en est-il du fonctionnement de long terme du système? Ima-

ginons, une fois de plus, que la Banque de France fasse continuellement une politique monétaire « trop » expansionniste. Si aucune Banque ne contrecarre la tendance à la dépréciation du franc, le plancher du franc sera atteint et l'on se trouvera désormais dans une situation identique à celle de l'hypothèse précédente (cas *b*)). De même si la Banque de France essaie d'empêcher la dépréciation du franc, elle perdra toutes ses réserves de dollars et devra un jour ou l'autre accepter que le franc atteigne le plancher; elle sera alors en principe obligée d'intervenir à nouveau, mais l'épuisement antérieur de ses réserves supposera ou bien qu'elle pratique une politique monétaire plus restrictive ou bien qu'elle dévalue le franc. Si c'est le Fed qui essaie de freiner la baisse du franc, il accumulera constamment des francs contre dollars, de telle sorte qu'une partie de la création excessive de francs se transformera en une création de dollars. Il y aura inflation mondiale aussi longtemps que le Fed acceptera d'accumuler des francs, c'est-à-dire de payer un seigneurage à la France. Son refus pourra se traduire soit par une politique plus expansionniste — et donc mondialement inflationniste — soit par une réévaluation du dollar, soit encore par l'adoption d'un régime de changes flottants.

Le système de marge de flexibilité avec liberté d'intervention pour toutes les banques centrales peut paraître séduisant à première vue : il allie la *liberté* des banques centrales¹ (dans la limite des marges de flexibilité) et la symétrie des droits et des obligations (symétrie juridique). Il n'en comporte pas moins un risque d'incohérence et il est asymétrique économiquement.

Le système de marge de flexibilité avec liberté d'intervention des banques centrales à l'intérieur des marges était le système qui prévalait dans les anciens statuts du Fonds monétaire international. Pour éviter l'incohérence il était donc logique de mettre en place une asymétrie institutionnelle, à savoir de faire en sorte qu'une Banque centrale n'intervienne pas : ce fut le cas de la Banque centrale des Etats-Unis.

On voit donc qu'il n'est pas possible de combiner une efficacité maximum du système — en termes d'inflation mondiale —, la symétrie

1. Notons cependant que la liberté de comportement accordée aux banques centrales est *a priori* suspecte puisque, précisément, un régime de changes fixes implique l'absence de liberté des banques centrales pour que l'équilibre à long terme soit maintenu. Or l'existence de marges de flexibilité n'empêche pas que l'on soit dans un régime de changes fixes.

des droits et des obligations et la liberté de décision des banques centrales. Des choix doivent être faits entre ces différentes exigences, dans la mesure où l'on désire conserver la fixité des taux de change. Le système de l'étalon-dollar était cohérent et raisonnablement efficace. Rien ne prouve *a priori* qu'un autre système est nécessairement meilleur. Pour en juger, il faut d'une part avoir un critère de comparaison entre les différentes variables du choix (par exemple efficacité, symétrie, liberté d'intervention), d'autre part connaître les réactions des différentes autorités monétaires dans chaque situation.

Il semble donc qu'un système asymétrique présente bien des avantages : il est cohérent et il est dans une certaine mesure efficace, tout au moins davantage qu'un système symétrique où il existe des comportements de « concurrence inflationniste » de la part des banques centrales. Cela est vrai sauf dans le cas où un système symétrique est appuyé par un cartel de banques centrales, dont la « coopération » permet d'éviter la surenchère inflationniste, tout en répartissant équitablement le seigneurage. On sait que la « coopération » entre banques centrales jouit en général d'un grand prestige, mais nous trouvons peut-être ici le seul cas où elle soit véritablement justifiée. Et encore ne faut-il pas oublier qu'un cartel est généralement instable, chaque partenaire pouvant trouver à un moment ou à un autre un intérêt de plus ou moins long terme à briser le cartel et à faire cavalier seul¹.

Devant les difficultés de fonctionnement d'un système symétrique, force est de se demander si un système (juridiquement) asymétrique ne pourrait pas être aménagé de manière à améliorer ses performances du point de vue des différents critères précédemment évoqués, au point peut-être qu'une asymétrie juridique de rôle pourrait aboutir à une symétrie dans le fonctionnement.

La réponse existe effectivement : elle consiste par exemple à suggérer que, même s'il y a différenciation des rôles de différentes banques centrales à un moment donné, on peut mettre en place une rotation des rôles telle que, dans le temps, chaque Banque centrale soit amenée à jouer successivement les mêmes rôles. Nous explorerons ultérieurement une solution possible de ce type, mais il nous faut auparavant consacrer quelques réflexions supplémentaires au problème de la liberté d'intervention des banques centrales.

1. Sur la notion de cartel monétaire voir notre ouvrage *L'unité monétaire européenne : au profit de qui ?*, Bruxelles, Institutum Europaeum, Paris, Economica, 1980.

B / SYMÉTRIE, LIBERTÉ D'INTERVENTION
ET INITIATIVE DE L'AJUSTEMENT

Nous venons de voir que le problème du n° — 1 se posait lorsque les banques centrales avaient le droit d'intervenir de manière discrétionnaire sur le marché des changes. Ce peut être le cas, ainsi que nous l'avons vu, lorsqu'il existe un système de parité fixe avec marge de flexibilité, les banques centrales ayant le droit d'intervenir à l'intérieur des marges. Mais ce peut être aussi le cas dans un système de flottement impur, c'est-à-dire un système où il n'existe pas de parité et pas de marge de flexibilité, où les taux de change peuvent en principe varier sans limite en fonction des offres et des demandes sur le marché, mais où les banques centrales interviennent en fait. Il se peut que ces interventions des banques centrales soient incompatibles entre elles. On ne peut alors trouver de solution qu'en adoptant un régime de flottement pur (système décentralisé ou système de marché, dans lequel la régulation se fait par les prix) ou un système de « coopération » ou encore un système asymétrique, dans lequel une Banque centrale n'intervient pas. Il est frappant de voir qu'on entend souvent dire qu'un régime de changes flottants, tel que celui que nous connaissons, ne peut pas être laissé à lui-même et implique nécessairement une coopération entre banques centrales. C'est la raison pour laquelle, par exemple, les commentateurs ont salué comme un progrès significatif la décision prise par les Etats-Unis à la fin de 1977 d'intervenir désormais sur le marché des changes, en liaison avec les autres banques centrales. Or, la coopération n'est pas imposée par le fait que le régime de changes flottants doit être « contrôlé », mais par le fait que le régime de changes flottants que nous connaissons est *en fait* un régime de changes flottants *impur*, c'est-à-dire un régime où les interventions des banques centrales risquent de se contredire. Et la solution de la « coopération » n'est évidemment pas la seule possible. Elle est même probablement la plus mauvaise, car elle signifie la constitution d'un cartel. C'est la raison pour laquelle la décision des Etats-Unis d'intervenir sur le marché des changes en liaison avec les autres banques centrales a suscité surtout des déceptions : les Etats-Unis n'avaient pas le même objectif de taux de change que les autres pays¹.

1. Note technique :

Les cas d'intervention discrétionnaire de toutes les banques centrales (qu'il s'agisse de flottement impur ou d'intervention à l'intérieur des marges de flexibilité) sont inter-

Il est donc clair que, dans un système à n monnaies nationales on ne peut pas concilier la liberté de toutes les banques centrales et l'égalité de leurs droits et de leurs responsabilités. Il faut ou bien limiter la liberté d'intervention (intervention à la marge seulement, absence totale de flexibilité, etc.) ou bien instaurer un système asymétrique.

Néanmoins, et comme nous l'avons déjà signalé, il n'est pas nécessaire que la Banque centrale dispensée d'intervenir soit toujours la même. On peut, de ce point de vue, imaginer un grand nombre de systèmes de rotation des rôles. On pourrait décider, par exemple, que la Banque centrale dispensée d'intervenir change chaque jour ou chaque semaine ou chaque mois, chaque Banque centrale jouant successivement ce rôle et bénéficiant éventuellement de prêts de la part des autres¹.

Les choix à faire semblent donc clairs : si l'on préfère un système de taux de change flottants, le flottement pur est préférable au flottement impur. Si l'on préfère un système de taux de change fixes, il faut soit interdire l'intervention discrétionnaire des banques centrales, soit accepter une asymétrie dans le partage des rôles.

Dans le système à parité fixe et marge de flexibilité, le problème de la symétrie est réglé dès que l'intervention discrétionnaire à l'intérieur des marges est interdite. Il n'en reste pas moins, dans ce cas, un autre problème à régler, qui a été continuellement l'occasion de discussions interminables soit entre les pays du FMI², soit entre les pays de la Communauté européenne : lorsqu'une monnaie se trouve à son plafond (prix maximum) c'est qu'une autre monnaie au moins se

prétable de la manière suivante : dans un modèle de détermination des taux de change, on a $(n \times 3) - 1$ équations indépendantes (une équation de demande, une équation d'offre, une équation d'équilibre pour chaque monnaie, mais l'une des équations d'équilibre est redondante) et le même nombre de variables (quantité demandée et quantité offerte pour chaque monnaie, $n - 1$ taux de change). Les $n - 1$ taux de change sont déterminés par le modèle. Quand on passe de ce modèle au modèle de politique économique, les taux de change deviennent des objectifs et les offres de monnaie deviennent endogènes. Il est évident que l'on ne peut pas avoir n objectifs de taux de change et, par conséquent, n politiques de change. Une des banques centrales ne doit pas intervenir sur le marché (c'est-à-dire acheter et vendre à un prix objectif). Un système de n monnaies implique donc nécessairement une asymétrie à tout moment du temps.

1. Nous verrons ultérieurement (pp. 102-106) un autre système de rotation automatique des rôles.

2. Voir les chapitres 7 et 8.

trouve à son plancher. Quel pays doit être responsable de l'ajustement ? On confond généralement la question de savoir qui doit prendre l'initiative de l'ajustement et la question de savoir qui supporte le « poids de l'ajustement ». Il est évidemment essentiel qu'un système permette d'éviter que chaque pays renvoie aux autres l'initiative de l'ajustement.

Le fait que le problème du $n - 1$ soit résolu signifie que la cohérence du système est assurée. Il n'implique évidemment pas que le système soit symétrique. Soit, en effet, un système de marge de flexibilité sans intervention entre les marges et obligation d'intervention aux limites de flexibilité. Dans ce système il n'est pas possible que les banques centrales interviennent sur le marché en fonction d'objectifs incompatibles¹. Il n'en reste pas moins vrai qu'il suffit que $n - 1$ banques centrales interviennent pour que les règles du jeu soient respectées, c'est-à-dire que les limites de flexibilité soient maintenues. Autrement dit un système asymétrique est possible mais non nécessaire. Dans le cas où l'intervention discrétionnaire de toutes les banques centrales est autorisée, il faut que $n - 1$ banques centrales seulement disposent de ce droit. C'est la raison pour laquelle on présente parfois le fait que le Fed ait pu pratiquer une politique de *benign neglect* comme une charge particulière et non comme un privilège, le fait de ne pas disposer d'un droit dont les autres disposent étant *a priori* considéré comme un désavantage. Cela serait admissible si on pouvait démontrer qu'un pays trouve avantage à imposer un taux de change différent de celui que suscite le marché. Par ailleurs, c'est dans la mesure où cette position particulière est maintenue lorsque les marges sont atteintes que l'on peut l'interpréter comme un privilège, le pays en question étant dispensé d'une obligation : il peut pratiquer la politique conjoncturelle qu'il désire sans se préoccuper du reste du monde, il est vendeur d'une monnaie de réserve, nécessaire aux interventions des banques centrales des autres pays, c'est-à-dire qu'il perçoit un seigneurage. Il faut cependant préciser que la possibilité de pratiquer une politique conjoncturelle indépendante ne constitue pas nécessairement un privilège car on peut faire un bon ou un mauvais usage de l'indépendance, comme nous l'avons déjà souligné.

1. On ajoute, en quelque sorte, une restriction au système d'équation sus-mentionné : la n -ième banque centrale ne peut pas déterminer sa fonction de comportement indépendamment de ce que font les autres banques centrales.

Rappelons, en effet, que dans un régime de changes fixes symétrique un pays importe la conjoncture des autres et exporte sa propre conjoncture. Cependant, dans un système de changes fixes asymétrique le pays à monnaie-clef exporte sa conjoncture, mais n'importe pas celle des autres. S'il n'est pas capable de faire une politique monétaire plus stabilisante que la moyenne des autres pays, il exporte son instabilité, sans importer la stabilité des autres. Il vaudrait mieux pour lui — et pour le reste du monde — qu'il soit dépendant du reste du monde, soit parce que le système monétaire international serait symétrique, soit parce qu'il serait asymétrique, mais que le rôle de créateur de la monnaie-clef serait attribué à un pays à politique monétaire plus stable.

Ainsi, un système avec marge de flexibilité et sans intervention discrétionnaire des banques centrales est cohérent; il peut être symétrique ou asymétrique. Nous ne reviendrons pas sur les mécanismes de fonctionnement d'un système asymétrique car nous les connaissons suffisamment bien pour avoir étudié l'étalon-dollar. Qu'en est-il, par contre, d'un système symétrique ?

Il est évident, tout d'abord, qu'il est nécessaire de déterminer des parités pour déterminer les limites de flexibilité, c'est-à-dire les taux de change auxquels les banques centrales sont obligées d'intervenir. Or, peut-on utiliser l'une quelconque des n monnaies pour annoncer les parités sans que le système soit pour autant asymétrique ? Autrement dit, la monnaie qui sert de numéraire sert-elle nécessairement de monnaie d'intervention ? La parité de la monnaie qui sert de numéraire est évidemment égale à $1/1$ et le taux de change de cette monnaie ne peut donc jamais s'écarter de la parité : la Banque centrale émettrice de cette monnaie n'a donc jamais à intervenir.

Il n'en va pas de même si les parités sont déterminées en termes d'un bien autre que les n monnaies. Ainsi, même si l'or n'a plus de rôle monétaire, il peut servir à la définition initiale des parités. On peut déterminer de cette manière les taux de change de référence entre deux monnaies correspondant à leurs parités. Dès que la variation des taux de change de ces deux monnaies par rapport aux taux de référence atteint la largeur de la marge de flexibilité, les deux banques centrales peuvent être tenues d'intervenir en termes des deux monnaies concernées pour éviter que l'écart devienne supérieur à la marge de flexibilité. Dans ce cas on a en fait un système d'intervention en

monnaies multiples. Chaque monnaie peut jouer le rôle de monnaie d'intervention. Aucun pays, par conséquent, ne peut *a priori* bénéficier seul du seigneurage provenant de la vente de monnaies de réserve. Cependant, ces systèmes symétriques ne permettent pas de résoudre un problème, à savoir celui de la détermination du pays qui doit prendre l'initiative de l'ajustement. Il y a donc un risque que les déséquilibres se perpétuent dans la mesure où chaque pays se refuse à prendre l'initiative de l'ajustement. Cette difficulté n'existe évidemment pas dans un système asymétrique, *dans la mesure où il est reconnu comme tel*. On sait que cela n'est pas nécessairement le cas puisque l'étalon-dollar de la fin des années soixante et du début des années soixante-dix était bien un système asymétrique, mais que sa cohérence et ses exigences n'ont pas été reconnues, de telle sorte que de nombreux pays ont passé vainement de longs mois en 1971 à essayer d'obtenir des Etats-Unis qu'ils prennent l'initiative de l'ajustement ou, tout au moins, qu'ils « partagent le fardeau de l'ajustement », comme on disait d'une manière au demeurant inexacte¹.

Mais revenons aux systèmes symétriques. Il existe là encore un certain nombre de moyens de surmonter le problème de la détermination du pays qui doit prendre l'initiative de l'ajustement. Supposons, en effet, deux pays dont l'un fait une politique monétaire trop expansionniste par rapport à la politique monétaire de l'ensemble du monde et l'autre fait une politique monétaire trop restrictive. Si les règles du jeu d'un régime de changes fixes étaient respectées, le premier devrait faire une politique monétaire plus restrictive et le second une politique monétaire plus expansionniste. *C'est dans la mesure où* une Banque centrale ne joue pas ces règles du jeu, c'est-à-dire qu'elle essaie de pratiquer une politique dite de stérilisation des influences extérieures — politique nécessairement vouée à l'échec si la politique monétaire du pays reste incompatible avec celle de l'ensemble du monde —, que le problème de l'initiative de l'ajustement se pose. On pourrait donc soutenir que ce problème existe non pas parce que le système monétaire international est symétrique, mais parce que les règles du jeu d'un régime de changes fixes ne sont pas respectées. Mais de toute manière, dans un système symétrique de ce type, le taux d'inflation mondiale dépendrait de manière un peu arbitraire des

1. Voir chapitre 7.

interventions des différentes banques centrales et de la manière dont leurs politiques monétaires seraient modifiées en fonction de ces interventions.

Il est vrai aussi que le problème de l'initiative de l'ajustement se pose non seulement lorsqu'il s'agit de déterminer quel pays doit faire une politique monétaire plus expansionniste et quel pays doit faire une politique monétaire plus restrictive, mais encore lorsqu'il s'agit de déterminer quel pays doit dévaluer et quel pays doit réévaluer. L'écart d'une monnaie par rapport à sa parité est-il en effet significatif de la mesure dans laquelle un pays a fait une politique monétaire incompatible avec celle du monde ? On peut l'admettre puisque le principe même d'un régime de changes fixes repose sur le fait que les monnaies doivent être en moyenne à leur parité. Il est donc « légitime » — mais peut-être pas optimal — que l'initiative de l'ajustement repose à la fois sur les pays dont la monnaie est au plafond et sur celles qui se trouvent au plancher.

Mais cela ne résout pas pour autant le problème de la dimension des ajustements monétaires que chaque Banque centrale doit réaliser. On peut craindre, enfin, parce que l'expérience passée en apporte la preuve, que ces règles simples ne soient pas acceptées et que le débat sur l'initiative de l'ajustement renaisse continuellement dans un régime de changes fixes symétrique. Cela est d'autant plus vrai que l'on se trouve dans un régime à n monnaies sans monnaie-centre, c'est-à-dire que l'expansion monétaire mondiale est la résultante de toutes les politiques monétaires nationales dans le monde. Les pays les moins inflationnistes peuvent alors rendre les autres responsables de l'inflation mondiale et leur demander de pratiquer des politiques moins inflationnistes ou de dévaluer, les pays les plus inflationnistes inversant pour leur part le raisonnement. C'est pourquoi il peut être opportun d'adopter des règles automatiques acceptées *a priori* par tous les pays et permettant de déterminer de manière non équivoque quels sont les pays responsables de l'ajustement. Tel est le cas avec ce que nous appelons la règle du « plafond-plancher » examinée ci-dessous.

C / SYMÉTRIE ET STABILITÉ MONÉTAIRE

Nous avons vu qu'il était difficile de concilier, dans un système de changes fixes ne comportant que des monnaies nationales, trois exigences que l'on attend pourtant généralement du système moné-

taire international, à savoir la symétrie, la cohérence et la détermination sans équivoque de l'initiative de l'ajustement¹. Des systèmes peuvent cependant être imaginés, qui permettent de surmonter ces difficultés. Tel est le système étudié ci-dessous.

On peut proposer qu'un pays intervienne seulement lorsque son taux de change atteint la limite supérieure de flexibilité, mais en aucune autre circonstance (nous appellerons ce principe « principe du plafond »). Un système de substitution serait celui où une banque centrale interviendrait seulement lorsque son taux de change atteint la limite inférieure de flexibilité (« principe du plancher »).

Dans le cas du principe du plafond, une banque centrale vend sa monnaie contre les monnaies étrangères lorsque le prix de sa monnaie est maximum. Dans le cas du principe du plancher une Banque centrale achète sa monnaie contre remise de monnaies étrangères lorsque sa monnaie est à son prix minimum. Le système du plafond-plancher résout donc le problèmes du $n - 1$ par le fait même que l'intervention discrétionnaire des banques centrales n'est pas autorisée, mais il ne constitue évidemment pas le seul système permettant d'aboutir à ce résultat, puisqu'il suffit pour cela d'avoir recours à un système *institutionnel* cohérent plutôt qu'à un système *discrétionnaire*.

Il résulte du système du plafond-plancher que toute monnaie peut être une monnaie d'intervention et que le rôle privilégié d'une monnaie en tant que monnaie d'intervention, par exemple le dollar dans le système de l'étalon-dollar, disparaît. Cela n'empêche évidemment pas que certaines monnaies — le dollar, le Deutsche Mark, par exemple — restent les monnaies les plus utilisées par le secteur privé, de telle sorte que l'intervention se ferait plus particulièrement en termes de ces monnaies. De ce point de vue, il y aurait donc asymétrie, sans qu'il y ait, cependant, asymétrie dans les rôles officiels.

Pour apprécier la portée de ces principes, il faut faire des hypothèses sur le mode d'ajustement.

Supposons tout d'abord que les pays soient habituellement réticents à modifier leurs parités, c'est-à-dire qu'ils essaient de jouer effectivement les règles du jeu d'un régime de changes fixes et que le rééquilibre extérieur soit obtenu par le maniement des variables internes. Les taux de change sont donc stables dans le long terme et

1. Et, éventuellement, la liberté d'action des banques centrales.

ils fluctuent à court terme autour de la parité, de telle sorte que chaque monnaie peut successivement être à son plafond et à son plancher.

Le principe du plafond signifie alors que la Banque centrale dont la monnaie est au plafond accumule des devises étrangères et vend sa propre monnaie (c'est-à-dire qu'il y a un surplus de balance des paiements sur la base des règlements officiels). Le pays en question doit donc acheter de la monnaie aux pays qui ont eu probablement une politique monétaire moins rigoureuse, c'est-à-dire qu'il paie un seigneurage. On retrouve là un trait fréquent des systèmes de changes fixes, à savoir que les pays les plus « sages » sont pénalisés. Par ailleurs, cette entrée de devises dans le bilan de la Banque centrale exerce évidemment des pressions inflationnistes. Le principe du plafond implique donc que le taux d'inflation mondial est déterminé par les pays les plus inflationnistes. Aucune contrainte, en effet, ne vient peser sur eux : si leur monnaie est au plancher, leur Banque centrale n'intervient pas.

Il en va différemment avec le principe du plancher. Dans ce cas, en effet, c'est à la Banque centrale dont la monnaie est dépréciée d'intervenir. Lorsque sa monnaie est au plancher, elle rachète sa monnaie, émise en excès, et elle vend des devises. L'épuisement de ses réserves en devises, la perspective de leur épuisement ou l'impossibilité d'emprunter à des taux considérés comme acceptables conduisent nécessairement la Banque centrale à pratiquer un jour ou l'autre une politique monétaire plus restrictive. Ainsi, le principe du plancher exerce une influence déflationniste ou, tout au moins, moins inflationniste que le principe du plafond ou certains autres systèmes de changes fixes (par exemple un étalon-dollar où le dollar ne serait pas la monnaie la plus stable).

Dans la mesure où l'inflation a des coûts, un système biaisé contre l'inflation est préférable à un système biaisé vers l'inflation, c'est-à-dire que le principe du plancher est préférable au principe du plafond. On peut aussi ajouter qu'avec le principe du plancher ce sont les monnaies les plus stables qui servent de moyen d'intervention, alors que ce sont les monnaies les moins stables avec le principe du plafond. Ainsi, sous le principe du plancher, les pays qui prévoient la possibilité d'une dépréciation de leur monnaie doivent détenir des monnaies « fortes » ou en emprunter, moyennant le paiement d'un intérêt lorsque le besoin d'intervention apparaît. L'initiative et le

coût de l'ajustement reposent bien sur les pays dont la politique monétaire est la plus inflationniste ou la plus instable.

Mais il est vrai qu'il faut aussi envisager l'hypothèse où les banques centrales ont facilement recours aux changements de parité. Les « réalignements de parité » ont posé dans le passé d'innombrables problèmes pour déterminer qui devait réévaluer et qui devait dévaluer. Ce problème est éliminé par le recours au principe soit du plafond soit du plancher. Dans le cas du principe du plafond, les pays qui accumulent des réserves sont incités à réévaluer. Dans le cas du principe du plancher, les pays qui perdent des réserves sont incités à dévaluer. Du point de vue du coût de l'ajustement, les deux principes reviennent exactement au même dans les relations entre un pays dont la monnaie serait au plafond et un pays dont la monnaie serait au plancher. On peut cependant noter trois différences éventuelles :

— Dans le système du plafond les pays dont la monnaie s'apprécie ont des réserves en monnaies étrangères qui se déprécient plus que la leur en termes de marchandises (pouvoir d'achat). La dévaluation de ces monnaies a donc un coût pour eux. Avec le système du plancher les pays à politique monétaire inflationniste détiennent des monnaies « fortes », dont le pouvoir d'achat se maintient mieux que celui de leur propre monnaie.

— Dans le cas où il n'y aurait que deux pays, dont l'un aurait une monnaie au plafond et l'autre une monnaie au plancher, il est évident que la réévaluation de l'une ou la dévaluation de l'autre seraient équivalentes. Il n'en est plus de même si — comme c'est en fait le cas — d'autres monnaies existent. Supposons qu'il existe trois pays, par exemple la France, l'Allemagne et l'Angleterre et que les politiques monétaires de ces pays correspondent à des taux d'inflation, respectivement, de 10 %, 5 % et 20 %. Le rééquilibrage impliquerait, en l'absence de toute modification des politiques monétaires, une réévaluation du Deutsche Mark par rapport au franc de 5 %, du Deutsche Mark par rapport à la livre de 15 %, du franc par rapport à la livre de 10 %. Il se peut — surtout si les marges de fluctuation sont larges — que la Banque de France n'ait donc pas à intervenir sur le marché ni à modifier la parité du franc. Le Deutsche Mark étant au plafond et la livre au plancher, il y aura une réévaluation du Deutsche Mark dans le système du plafond et une dévaluation de la

livre dans le système du plancher. Or, cette réévaluation ou cette déévaluation ne correspondent pas nécessairement à ce qui aurait été nécessaire du point de vue des relations Deutsche Mark-franc et livre-franc. Mais on peut aussi défendre l'idée qu'il appartiendra ensuite à la France de déterminer sa politique, c'est-à-dire soit de dévaluer soit de réévaluer, selon le principe en vigueur, lorsque sa monnaie atteint les limites de flexibilité correspondantes, soit encore de pratiquer la politique monétaire — restrictive ou expansionniste — qui permettrait à la parité du franc de correspondre à la nouvelle constellation des parités. On peut craindre que des séquences d'ajustement de ce type ne soient pas optimales et demandent trop de temps. Il faudrait alors avoir recours soit à des réalignements de parités concertés, comme cela fut le cas en 1971, en supposant qu'il soit possible de connaître la structure d'équilibre des taux de change, soit à des formules satisfaisantes pour l'intervention des banques centrales, comme la formule proposée par le rapport OPTICA II¹.

— Enfin, il se peut aussi que le principe du plafond et le principe du plancher ne soient pas absolument équivalents dans la mesure où un pays peut être incité à pratiquer une politique d'ajustement plus rapidement lorsqu'il y est contraint par l'épuisement de ses réserves, ce qui est le cas avec le système du plancher, que dans le cas où il accumule des réserves. Dans la mesure où l'on considère qu'il est important d'inciter à un ajustement rapide, le principe du plancher est préférable.

Ainsi, d'une manière générale, le principe du plafond-plancher implique que les banques centrales s'interdisent d'intervenir entre les marges de fluctuation et il permet de résoudre un certain nombre de problèmes (problème de la redondance dans l'intervention, problème de l'asymétrie, problème de l'initiative de l'ajustement). Il ne permet pas, cependant, de résoudre *tous* les problèmes — par exemple celui de la simultanéité des ajustements — ce qui illustre simplement cette idée, trop souvent oubliée, qu'il n'existe pas un système miracle que l'on puisse considérer comme l'optimum optimorum. Selon que l'on mettra l'accent sur tel ou tel problème on aura intérêt à choisir tel ou

1. Rapport OPTICA 1976, *op. cit.* La proposition faite dans ce rapport est la suivante : une banque centrale intervient pour empêcher que son taux de change ne se déprécie plus qu'il ne serait justifié par le différentiel de taux d'inflation vis-à-vis de ses partenaires ou qu'il ne s'apprécie plus qu'il ne serait justifié par ce même différentiel de taux d'inflation.

tel système de change, mais il est illusoire de vouloir résoudre tous les problèmes. Si l'on considère que le système du plafond-plancher est néanmoins le meilleur dans certaines circonstances, on a quelques raisons de préférer le principe du plancher au principe du plafond. En effet, le principe du plancher fait reposer l'initiative de l'ajustement (et non pas nécessairement son coût), sur les pays les plus inflationnistes, tandis que le principe du plafond la fait reposer sur les pays les moins inflationnistes. Si la politique d'ajustement généralement utilisée est la politique monétaire le principe du plancher est anti-inflationniste. Si la méthode d'ajustement généralement utilisée est le changement de parité, ce même principe entraîne des dévaluations, c'est-à-dire que les pays les plus inflationnistes peuvent continuer leur politique inflationniste, mais le système n'impose pas aux pays les moins inflationnistes d'adopter le taux d'inflation des autres. Ces derniers pratiquent au fond une politique de *benign neglect*. Par comparaison au système de l'étalon-dollar, où les Etats-Unis étaient seuls à pratiquer cette politique, ou à un système de flottement impur où les Etats-Unis s'abstiennent également d'intervenir, du moins en général, ce système offre l'avantage de garantir que cette politique ne sera pas autorisée à un seul pays pris « au hasard », mais qu'elle pourra être pratiquée par tous ceux qui rempliront les conditions pour cela et qui se trouveront être, normalement, les pays les moins inflationnistes.

LA MONNAIE INTERNATIONALE BUREAUCRATIQUE

Le recours à une monnaie internationale est souvent invoqué comme la solution miracle aux difficultés du système monétaire international ou européen (la création de l'Ecu en témoigne). Cet attachement s'explique probablement par le prestige dont jouit *a priori* tout ce qui semble relever de la « coopération internationale », c'est-à-dire tout mécanisme ou toute institution mis en place conjointement par des autorités nationales.

Nous supposerons pour le moment que l'on se trouve en régime de changes fixes. Il semble bien que dans ce cas l'existence d'une monnaie internationale aide à résoudre le problème de la symétrie, puisqu'il existe ainsi $n + 1$ monnaies et non plus une, c'est-à-dire qu'il existe n taux de change et non plus $n - 1$. Tous les pays pourraient donc disposer des mêmes droits et subir les mêmes obligations. Il n'en est pourtant pas nécessairement ainsi car il existe de nombreuses manières de concevoir cette monnaie internationale. En particulier le fonctionnement du système monétaire international est très différent selon que cette monnaie internationale peut ou non être détenue par le secteur privé. Nous verrons alors qu'il n'existe guère que deux cas où la monnaie internationale peut jouer un rôle de régulation monétaire, c'est-à-dire qu'elle détermine la croissance monétaire dans chaque pays, donc l'inflation et la conjoncture :

- la monnaie internationale peut être détenue privativement et elle sert de monnaie d'intervention;

- la monnaie internationale sert seulement de réserves aux banques centrales, mais celles-ci se voient imposer des obligations dans la composition de leurs réserves.

Dans les autres cas, l'existence d'une monnaie internationale ne change pas fondamentalement le système monétaire international.

Examinons successivement le cas de la détention de la monnaie internationale par les seules banques centrales et celui de la détention par le secteur privé. Nous étudierons ensuite la détermination de la valeur de la monnaie internationale. Le fonctionnement d'une monnaie européenne détenue par le secteur privé sera étudié dans le chapitre suivant.

1 — Une monnaie de réserve officielle

Lors de la « crise monétaire » de 1971, les droits de tirage spéciaux, émis pour la première fois en 1970 par le Fonds monétaire international, sont apparus comme le substitut idéal au dollar, dont on annonçait ou souhaitait la fin du rôle international. Ainsi, lors de l'Assemblée générale du FMI, de nombreux gouverneurs ont évoqué cette possibilité. Il n'est pas sans intérêt de reproduire, par exemple, certains passages du discours prononcé à cette occasion par Anthony Barber, chancelier de l'Echiquier du Royaume-Uni :

« A mon avis, un plan de réforme pourrait être *construit autour* de trois points centraux que je vais énoncer.

« Tout d'abord, les DTS pourraient devenir le numéraire en termes duquel les parités sont exprimées et par rapport auquel les monnaies seraient réévaluées ou dévaluées.

« En deuxième lieu les DTS pourraient devenir l'actif principal des banques centrales — cela prendrait sans aucun doute du temps — les réserves en monnaies nationales étant limitées aux encaisses courantes (*working balances*).

« En troisième lieu, des arrangements seraient nécessaires pour assurer la création contrôlée de la liquidité mondiale d'une manière adéquate mais non excessive sans avoir à s'en remettre à la position déficitaire d'un ou de plusieurs pays... Dans ce système réformé, quelques-uns des traits principaux du schéma actuel des DTS seraient préservés. Ils seraient encore détenus et échangés seulement par les

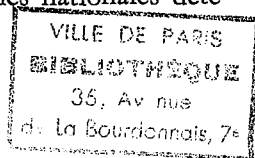
banques centrales et les autorités monétaires. Les monnaies nationales resteraient l'intermédiaire des échanges normaux et de l'intervention sur les marchés, mais il faudrait avoir plus largement recours à d'autres monnaies que le dollar pour ces buts. Les banques centrales continueraient donc à avoir besoin d'encaisses courantes en monnaies nationales, mais au cours du temps elles seraient réduites à un niveau raisonnable. »

Faisant, enfin, la liste des avantages du système qu'il proposait, Anthony Barber souligna que :

« ... En ce qui concerne les parités, le problème de la position unique d'une monnaie, le dollar américain, disparaîtrait. La parité du dollar serait exprimée en termes de DRS de la même façon que n'importe quelle autre monnaie. Ceci accorderait au gouvernement des Etats-Unis un instrument pour la politique d'ajustement dont il a été privé jusqu'à présent, c'est-à-dire la possibilité de modifier sa parité de la même manière que les autres pays, selon les mêmes mécanismes d'accord international par l'intermédiaire du FMI. Il me semble que cette liberté serait la bienvenue aux Etats-Unis. En outre, tous les pays auraient l'option de satisfaire leurs obligations de convertibilité en vendant et en achetant des DRS contre leurs propres monnaies. »

On sait que, pour le moment, seul le premier point de ce programme a été — au moins partiellement — mis en œuvre, puisque les taux de change sont exprimés par le FMI, mais non par les échangistes privés, en termes de DRS. Il ne s'agit certainement pas là d'une réforme spectaculaire puisque la fonction de numéraire est la fonction la moins importante de la monnaie (par rapport à ses fonctions de moyen d'échange et de réserve de valeur). On peut d'ailleurs concevoir de séparer la fonction de numéraire et les fonctions de moyen d'échange et de réserve de valeur : précisément, le système monétaire international nous en donne un exemple puisque l'on peut légitimement soutenir que les DRS ne sont pas une monnaie et qu'ils remplissent uniquement le rôle de numéraire.

La monnaie, en effet, est un pouvoir d'achat généralisé, c'est-à-dire utilisable à n'importe quel moment, contre n'importe quel bien et auprès de n'importe qui. Il n'en est pas ainsi pour les DRS puisqu'ils ne peuvent pas être échangés contre n'importe quoi et auprès de n'importe qui mais seulement contre des monnaies nationales déte-



nues par des banques centrales. En ce sens, les DRS actuels ne constituent pas une monnaie, mais seulement un droit — réglementé et limité — d'obtenir des monnaies, par exemple des dollars. Dans la mesure, en effet, où la monnaie internationale ne peut pas être détenue par le secteur privé, les banques centrales ne peuvent évidemment pas intervenir sur le marché des changes en termes de monnaie internationale. Or, nous avons vu que ce sont les modalités d'intervention des banques centrales qui donnent leurs caractéristiques aux systèmes de changes fixes. Ainsi, *l'existence d'une monnaie internationale détenue par les seules banques centrales ne modifie pas fondamentalement le système monétaire international.*

Supposons, en effet, que l'intervention se fasse toujours en dollars. Le système monétaire international est alors un système d'étalon-dollar : le Fed n'intervient pas sur le marché des changes, mais il détermine le taux d'inflation mondial. La politique monétaire de chaque pays est liée à celle des Etats-Unis et l'existence des DRS ne modifie en rien le caractère asymétrique du système. Elle risque, au contraire, de rendre plus difficile la solution du problème de l'initiative de l'ajustement.

Nous avons vu, en effet, qu'en régime d'étalon-devise, les responsabilités dans l'initiative de l'ajustement étaient clairement définies : c'est aux pays autres que le pays émetteur de la monnaie d'intervention d'assurer l'ajustement, qu'il s'agisse de modifier la parité ou de changer la politique monétaire. Si, par exemple, le dollar est la monnaie d'intervention, une Banque centrale qui perd des dollars doit dévaluer ou faire une politique monétaire plus restrictive, un pays qui accumule « trop » de dollars, doit réévaluer ou faire une politique monétaire plus expansionniste. Si *tous* les pays autres que les Etats-Unis — ou une grande partie d'entre eux — perdent des dollars, ils doivent dévaluer (ce qui est identique à une réévaluation du dollar) ou pratiquer une politique monétaire moins expansionniste. S'ils accumulent trop de dollars ils doivent réévaluer (dévaluation du dollar) ou pratiquer une politique monétaire plus expansionniste.

Dans quelle mesure l'introduction de la monnaie internationale modifie-t-elle ce schéma ? Nous avons vu qu'une « monnaie internationale » telle que les DRS, c'est-à-dire détenue uniquement par les banques centrales, ne constitue pas réellement une monnaie et

c'est la raison pour laquelle, *malgré les apparences*, le système monétaire international n'est pas modifié : il reste un système à n monnaies, dans lequel tous les problèmes précédemment posés — symétrie, initiative de l'ajustement, liberté des banques centrales, cohérence — restent posés. L'introduction de la monnaie internationale peut alors être dangereuse *dans la mesure* où elle laisse croire que le système est modifié et, par exemple, qu'il est désormais symétrique.

Prenons encore l'exemple d'un système d'étalon-dollar auquel on aurait surimposé une monnaie internationale de type DTS. Il n'y a, en principe, aucune raison de distribuer de la monnaie internationale au Fed, puisqu'il n'a pas à intervenir sur le marché des changes, donc à obtenir de devises. Si on lui en donne cependant c'est tout simplement pour satisfaire à une exigence purement formelle d'égalité de position des différents pays ; peut-être aussi parce qu'on espère ainsi modifier le système d'intervention de manière à rendre le système plus symétrique. Mais voyons comment les choses se passent.

Soit un système à trois pays, les Etats-Unis, l'Allemagne et la France, où le dollar est la monnaie d'intervention. Supposons que l'Allemagne fasse une politique monétaire exactement conforme à celle des Etats-Unis et que la France fasse une politique monétaire plus expansionniste. En l'absence de monnaie internationale, l'*initiative* de l'ajustement reposerait sur la France, le *poids* de l'ajustement reposerait probablement sur les trois pays du fait des interdépendances existant entre eux. Si une « monnaie internationale » du type des DTS existe, la France convertit une partie de ses réserves de monnaie internationale contre des dollars par l'intermédiaire de l'organisme émetteur de cette monnaie et en suivant les règles de cet organisme (par exemple les éventuelles limitations à la convertibilité). Les Etats-Unis vont donc accumuler de la monnaie internationale. Il apparaîtra, un jour ou l'autre, qu'ils ont « trop » de monnaie internationale en réserve. Ce jugement peut résulter de règles formalisées selon lesquelles, par exemple, un pays qui accumule plus de x fois son allocation passée de monnaie internationale, doit prendre des mesures d'ajustement. Il peut résulter seulement de décisions prises au coup par coup à la suite de « négociations internationales » dans le cadre de la « coopération internationale », c'est-à-dire donner lieu à d'interminables discussions aussi dénuées de sens que celles de 1971, examinées ultérieurement. En tout état de cause, on finira par demander

soit que les Etats-Unis « prennent leurs responsabilités », soit qu'ils partagent celles de la France. Les Etats-Unis seront alors incités soit à faire de la « relance », c'est-à-dire de l'inflation, soit à réévaluer leur monnaie. En fait, par souci d'égalité formelle entre les pays, on aura ainsi tout simplement créé des déséquilibres supplémentaires et il aurait mieux valu ne pas demander aux Etats-Unis de « prendre des responsabilités » qu'ils n'avaient pas à prendre puisqu'on se trouvait toujours en régime d'étalon-dollar. En effet, si les Etats-Unis font alors une politique monétaire plus expansionniste, ils créent de l'inflation dans le monde et, par exemple, en Allemagne. S'ils réévaluent, il y a désormais un déséquilibre entre les Etats-Unis et l'Allemagne, alors qu'un réajustement de la seule monnaie française supprimait tous les déséquilibres.

Ainsi, une monnaie internationale réservée au seul usage des banques centrales ne modifie pas fondamentalement la nature d'un système monétaire, mais elle en modifie seulement l'apparence et elle affecte éventuellement la détermination de l'initiative de l'ajustement, ce qui est une source possible de déséquilibres supplémentaires. Nous venons de le voir en étudiant les modifications apportées à l'étalon-dollar par l'introduction d'une monnaie internationale, mais nous aurions pu le vérifier en prenant tout autre régime de taux de change. Si, par exemple, on désire abandonner l'étalon-dollar parce qu'on l'estime asymétrique, il convient de modifier directement les règles d'intervention, ainsi qu'il a été vu dans le chapitre précédent. L'adjonction d'une monnaie internationale, pour sa part, ne modifie évidemment en rien ces règles d'intervention et les processus d'ajustement. Elle peut, par contre, avoir un effet sur la répartition de la liquidité internationale ou, plus précisément, sur la répartition du seignuriage. Mais nous savons que le problème de la répartition de la liquidité est secondaire par rapport au problème de l'ajustement. Nous savons aussi que les discussions relatives au système monétaire international s'attachent davantage à la liquidité, à sa création, à sa répartition qu'à l'ajustement, peut-être à cause de la traditionnelle et mythique liaison qui est faite entre la monnaie et la souveraineté.

Reprenons encore, en effet, l'étalon-dollar comme système de référence. En l'absence de monnaie internationale, les banques centrales doivent détenir des réserves de dollars pour intervenir sur le marché des changes en cas de nécessité. Ces réserves sont obtenues

par achat aux Etats-Unis — si nous excluons les euro-dollars par souci de simplification — c'est-à-dire qu'il y a simultanément « déficit » de la balance des paiements américaine et paiement de seigneurage aux Etats-Unis. Si maintenant les banques centrales peuvent disposer de monnaie internationale, leurs besoins de dollars en sont diminués d'autant dans la mesure où cette prétendue monnaie internationale représente en fait des droits à obtenir des dollars. Le paiement de seigneurage aux Etats-Unis en est donc réduit. En créant de la « monnaie internationale » pour les banques centrales, un organisme comme le FMI ne fait rien d'autre que de créer des dollars, de manière telle que le profit de seigneurage soit réparti aux pays membres au prorata de leurs allocations au lieu de revenir aux Etats-Unis.

Ces considérations amènent à prendre une vue qui peut paraître paradoxale au sujet des critères de création des DTS¹. L'opinion habituelle comme la doctrine officielle du FMI se rattachent à ce que l'on pourrait appeler la « doctrine de la complémentarité » : il conviendrait de n'émettre des DTS que dans la mesure où il apparaîtrait une « insuffisance de liquidités internationales » dans le monde. On sait que l'abondance de liquidités internationales, essentiellement de dollars, a précisément été la raison pour laquelle il n'a pas été créé de DTS entre 1973 et 1979. Pour notre part, nous pensons que l'expression « insuffisance de liquidités internationales » est vide de sens car les agents économiques se procurent toujours les quantités d'encaisses *réelles* dont ils ont besoin. Il y a eu dans le passé *apparence* d'insuffisance parce que les politiques monétaires ont été trop expansionnistes — donc l'inflation trop importante — par rapport à ce qui était censé être la « base » de la pyramide monétaire mondiale, à savoir l'or. Parce que nous pensons qu'il n'y a jamais insuffisance de liquidités internationales, nous ne pensons pas que la doctrine de la complémentarité puisse avoir un fondement quelconque. Bien plus, dans la mesure où les DTS ne sont pas détenus par le secteur privé, aucun prix sur aucun marché ne peut être déterminé en termes de DTS : si l'on peut parler d'inflation en dollars, d'inflation en francs, d'inflation en lires, on ne peut pas parler d'inflation en DTS. L'émission de DTS en ce sens ne peut pas être une cause d'inflation mondiale, sauf si elle est

1. Sur ce point on pourra se reporter à notre texte, « A Note on International Currency and World Inflation », in E. M. CLAASSEN et P. SALIN, eds, *Recent Issues in International Monetary Economics*, Amsterdam, North-Holland, 1976.

une cause de création *supplémentaire* de monnaies nationales. En régime d'étalon-dollar, par exemple, c'est le Fed qui a le contrôle de la création de dollars et, indirectement, de toutes les autres monnaies si les banques centrales jouent effectivement les règles du jeu du système, c'est-à-dire qu'elles modulent leur politique monétaire en fonction de la création monétaire américaine. La création de DRS ne pourrait être une cause de création supplémentaire de monnaie dans le monde que dans la mesure où la détention de DRS inciterait le Fed à créer plus de dollars. Il n'en est évidemment rien.

Si, par contre, on considère comme souhaitable que les DRS représentent une part importante des réserves des banques centrales, car cela correspond à une répartition plus « juste » du profit de seigneurage, il conviendrait au contraire de créer d'autant plus de DRS que davantage de dollars sont en circulation. Sinon, la part relative des DRS par rapport aux dollars dans les bilans des banques centrales, c'est-à-dire la part relative du seigneurage obtenue par les pays membres du FMI autres que les Etats-Unis, diminuerait.

Ainsi, le rôle que peut jouer une monnaie internationale réservée aux banques centrales, comme le sont les DRS, apparaît comme tout à fait mineur. Incapable de transformer profondément le système monétaire international ou l'évolution économique mondiale, elle est susceptible tout au plus de répartir différemment le seigneurage, au risque de déstabiliser le système.

Il est pourtant une hypothèse où ce rôle serait tout différent et où la monnaie internationale pourrait jouer un rôle dans la régulation monétaire internationale, c'est-à-dire dans la détermination de la croissance monétaire mondiale. Il en serait ainsi si les banques centrales étaient obligées (ou acceptaient) de détenir une proportion minimale de leurs actifs ou de leurs avoirs extérieurs sous forme de monnaie internationale. On retrouverait ainsi plus ou moins la situation qui était celle de l'étalon-or, où la création monétaire dans chaque pays dépendait du stock d'or de la Banque centrale.

Dans ce système, la croissance de la masse monétaire dans chaque pays et donc l'inflation mondiale dépendraient de la vitesse à laquelle la monnaie internationale serait créée. On ne risquerait pas de retrouver la situation hypothétique que nous avons décrite précédemment : si, par exemple, les Etats-Unis acceptaient une création de dollars plus rapide que ce qui serait impliqué par la croissance des

stocks de DTS, ils seraient obligés de modérer la création monétaire, même si l'intervention des autres banques centrales se faisait en dollars. Un tel système rencontrerait cependant deux difficultés majeures :

— Tout d'abord il faudrait qu'il soit acceptable pour chaque pays. Or, nous savons que la faillite des régimes de changes fixes du passé tient essentiellement à la contradiction qui est régulièrement apparue entre les contraintes de principe de ces systèmes du point de vue de la création monétaire et le désir des autorités monétaires nationales d'être indépendantes et de faire plus de création monétaire qu'il n'était « permis ». Or, un pays peut toujours échapper à la contrainte des changes fixes par un changement de parité, bien que cela constitue la rupture d'un engagement pris à l'égard des citoyens et des autres pays et même un acte contraire à la « Constitution monétaire internationale ». Mais seuls les gouvernements peuvent se placer dans l'illégalité sans en recevoir de sanction.

— Si l'on admet cependant que les disciplines seraient acceptées, il n'en reste pas moins un problème de détermination du taux de croissance de la monnaie internationale et nous retrouvons tous les problèmes que pose le fonctionnement d'un cartel et que nous avons évoqués dans la section précédente. Si, en effet, on imagine que cette monnaie internationale est émise par un organisme international ou, plus précisément, un consortium d'autorités nationales, qu'est-ce qui garantit que ce cartel aura une politique monétaire mondiale stabilisante, alors que les autorités nationales que nous connaissons nous donnent la preuve du contraire ? Et comment concilier les exigences probablement contradictoires des uns et des autres ?

On peut enfin souligner que les pratiques institutionnelles courantes vont à l'inverse de la philosophie profonde des systèmes de changes fixes. Celle-ci implique en effet que la création monétaire nationale doit s'ajuster dans chaque pays au montant des réserves internationales (qui peuvent croître de manière autonome, comme dans l'étalon-or, ou de manière discrétionnaire s'il s'agit d'un actif créé ex nihilo, par exemple les DTS du FMI ou les Ecus de la CEE). Nous savons aussi qu'on a régulièrement interprété comme une « insuffisance de liquidités internationales » ce qui constituait un *excès de monnaies nationales* par rapport aux réserves internationales. Mais au lieu de freiner la croissance des masses monétaires nationales, les autorités monétaires, poursuivant leur politique de facilité, ont

réclamé la croissance de la « base monétaire mondiale ». On est ainsi arrivé à créer indéfiniment des réserves de change soit temporaires (les quotas du FMI), soit définitives (les DRS) et l'Europe est en train de suivre la même voie. Or, ces réserves de change sont régulièrement offertes aux pays dont la gestion monétaire est précisément la plus instable, c'est-à-dire ceux dont la politique monétaire est la plus expansionniste. Le prétexte en est toujours que ces pays ont des « difficultés de balances des paiements », celles-ci étant censées correspondre à une fatalité, alors qu'elles ne sont guère que la conséquence d'une politique mal conçue. Il est également généralement admis que ces transferts en faveur des pays les plus mal gérés se font à des conditions de taux d'intérêt plus favorables que celles du marché financier international. Les pays les plus stables financent donc les pays les plus instables et, globalement, il existe une prime à l'instabilité. *Personne n'admettrait* — tout au moins s'il a un minimum de compréhension des mécanismes économiques — *que le système financier national soit construit de manière à financer prioritairement les entreprises les plus mal gérées. C'est pourtant ce qui se passe dans les relations entre banques centrales.*

II — Une monnaie internationale pour le secteur privé

Prenons maintenant l'hypothèse où la monnaie internationale — qu'elle soit émise par un organisme international public ou privé¹ — pourrait être détenue par le secteur privé. Il existe évidemment de nombreuses modalités concevables pour émettre cette monnaie, mais nous ne les examinerons pas ici.

L'existence d'une telle monnaie peut désormais modifier radicalement le système monétaire international, puisqu'une $n + 1$ -ième monnaie est disponible pour l'intervention des banques centrales. Supposons qu'il en soit ainsi, c'est-à-dire que toutes les banques centrales interviennent au moyen de la monnaie internationale et respectent les règles du jeu, c'est-à-dire qu'elles ne modifient pas leurs parités, mais modulent leur politique monétaire en fonction de leurs

1. Sur l'émission d'une monnaie internationale par une institution privée, voir la conclusion du présent ouvrage.

stocks de monnaie internationale. Le système monétaire international serait alors, évidemment, symétrique et cohérent, la répartition de l'initiative de l'ajustement serait clairement définie. Mais il n'en reste pas moins que nous ne pouvons pas dire *a priori* si un tel système serait stabilisant à l'échelle mondiale, exactement pour les mêmes raisons que celles que nous venons d'invoquer à propos de la monnaie internationale réservée à l'usage des banques centrales. En effet, si la monnaie en question constitue bien une contrainte pour l'émission de monnaie nationale par les banques centrales, son émission ne rencontre pour sa part aucune contrainte¹. Là réside toute la différence entre un système discrétionnaire conçu au jour le jour par les hommes et un système institutionnel, établi *a priori* en fonction de ces mérites propres et sans considération des conditions concrètes d'application. Les systèmes du premier type bénéficient à tort d'un préjugé favorable à notre époque parce qu'on les considère comme plus rationnels que les seconds, qui paraissent être soumis aux comportements « erratiques » de tous les hommes.

Pour rendre plus concrète la distinction, prenons pour exemple de système discrétionnaire celui où un organisme international émet de la monnaie internationale en fonction des besoins évalués par ses responsables et pour exemple de système institutionnel celui de l'étalon-or. Le premier système paraît « rationnel », le second paraît « arbitraire ». Le premier suppose en fait que certains hommes, les dirigeants, sont seuls dotés de rationalité, bénéficient de « lumières » particulières et permettent par conséquent à un système qui serait incohérent de devenir « rationnel ». Or, les dirigeants ne peuvent certainement pas posséder toutes les informations qui permettent d'apprécier exactement les conséquences de telle ou telle décision sur telle ou telle variable. Il n'est pas exclu d'ailleurs que leur « rationalité » corresponde seulement à la mise en œuvre des instruments dont ils disposent en fonction de leurs objectifs personnels, comme le prouve l'expérience presque constante des gouvernements que nous connaissons : ainsi, un gouvernement acceptera ou provoquera de la création monétaire pour stimuler temporairement et artificiellement l'activité économique et se présenter devant les électeurs dans de meilleures

1. Sauf dans le cas où la monnaie internationale serait émise dans des conditions concurrentielles (voir conclusion).

conditions, même si l'instabilité économique doit ensuite être le prix à payer. Un système discrétionnaire risque toujours de succomber aux innombrables pressions de ceux qui, individuellement, ont intérêt à voir leurs rémunérations (salaires, prix de vente, etc.) augmenter, mais qui ne peuvent évidemment pas contrôler les rémunérations des autres, de telle sorte que l'effort légitimement fait par chacun pour obtenir plus se traduit seulement par une perte de tous, sous forme par exemple d'inflation. Au contraire dans un système institutionnel comme l'étalon-or, les mécanismes du marché introduisent une rationalité collective, chacun se heurtant à une même contrainte institutionnelle et ne pouvant rien espérer d'une pression quelconque sur une autorité quelconque : s'il n'existe pas de moyens monétaires pour financer le désir de hausse des rémunérations de chacun, il n'y aura pas d'inflation¹. Bien entendu nous ne prétendons pas que n'importe quel système institutionnel est préférable à un système discrétionnaire, de même que nous ne prétendons pas que le système de l'étalon-or est le meilleur des systèmes de change ; encore faut-il que le système institutionnel soit correctement conçu, c'est-à-dire qu'il permette effectivement d'atteindre les objectifs poursuivis.

Bien entendu, l'existence d'une monnaie internationale détenue par le secteur privé n'implique pas nécessairement que cette monnaie constitue également la monnaie d'intervention des banques centrales ou de certaines d'entre elles. Si elles n'utilisent pas cette monnaie les caractéristiques du système monétaire international ne sont pas alors modifiées : une ou plusieurs monnaies servent de monnaie d'intervention et la régulation monétaire ne dépend pas du rythme de création de la monnaie internationale.

Il n'en reste pas moins que désormais il existe un taux d'inflation en termes de cette monnaie internationale, que les agents économiques peuvent choisir de libeller leurs contrats en termes de cette monnaie et qu'ils peuvent choisir de changer leurs monnaies nationales contre cette monnaie. Ainsi l'introduction d'une monnaie internationale

1. On reconnaît évidemment là une idée qui se trouve à la base de la défense de l'étalon-or, si bien illustrée par J. Rueff. Sur la distinction entre systèmes discrétionnaires et systèmes institutionnels, on pourra se reporter aux travaux lumineux de F. HAYEK, par exemple *The Confusion of Language in Political Thought*, Londres, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper n° 20, 1968 ; ou les trois volumes de *Law, Legislation and Liberty* (Londres, Routledge & Kegan), en cours de parution, en traduction française, aux Presses Universitaires de France, dans la présente collection, sous le titre *Droit, législation et liberté*.

détenue par le secteur privé peut se justifier par des motifs autres que la modification du système d'intervention. C'est le cas, par exemple, de divers projets limités à la zone européenne et consistant à fournir aux agents économiques un instrument monétaire commun. Bien entendu les services rendus par cette monnaie et l'attrance qu'elle pourrait exercer dépendent de l'évolution de sa valeur dans le temps. C'est précisément ce problème de la valeur de la monnaie internationale et de son évolution dans le temps que nous étudierons maintenant. Nous reviendrons dans le chapitre 6 à la détention privée de monnaie internationale à propos d'un cas particulier, celui de la monnaie parallèle européenne, où la monnaie internationale n'est pas un instrument de régulation monétaire internationale, mais un substitut aux monnaies nationales.

III — *La valeur de la monnaie internationale*

Pour déterminer la valeur d'une monnaie, comme d'ailleurs de tout bien, il existe deux méthodes :

— On laisse le marché déterminer le prix en fonction de l'offre et de la demande.

— On fixe *a priori* le prix ou un processus de fixation des prix dans le temps et on adapte l'offre à la demande qui se manifeste à chaque moment pour le prix qui est alors en vigueur.

La première méthode est celle des changes flottants, la seconde est celle des changes fixes ; dans le deuxième cas une Banque centrale doit adapter la création de monnaie, c'est-à-dire l'offre de monnaie, au prix « arbitraire » de sa monnaie. L'intervention des banques centrales est le mécanisme qui permet d'adapter les quantités de monnaies aux taux de change.

Il existe aussi des situations qui n'entrent pas dans l'une ou l'autre des catégories ci-dessus, c'est-à-dire que les autorités fixent *a priori* le prix d'une monnaie sans adapter la quantité disponible. Une des monnaies risque alors d'être « rare » et l'autre surabondante et les individus sont incités à conserver la monnaie « rare » et à se débarrasser de l'autre. C'est dans ces circonstances très particulières — contrairement à ce que l'on croit généralement — que joue ce qu'on appelle parfois la « loi de Gresham », c'est-à-dire le principe selon lequel

« la mauvaise monnaie chasse la bonne »¹. Ce principe est vérifié seulement lorsque les autorités monétaires créent un système de déséquilibre. C'est le cas, par exemple, s'il existe des pièces d'or et d'argent avec un prix fixe entre elles qui ne correspond pas aux coûts de production relatifs, de telle sorte que les individus gardent les « bonnes » pièces dans l'espoir d'un changement futur du prix relatif entre l'or et l'argent. Ou encore, dans le domaine international, lorsqu'on détermine *a priori* le prix des DTS, sans qu'il existe un processus pour adapter l'offre à la demande. Autrement dit, le FMI aurait dû soit procéder à des allocations *a priori* de DTS, mais en laissant fluctuer le prix des DTS en fonction de l'offre et de la demande, soit déterminer *a priori* le prix des DTS, mais en fournissant tout montant qui lui serait demandé à ce prix et en rachetant tout montant qui lui serait offert à ce même prix (élasticité d'offre infinie).

Il est évident que dans la mesure où les DTS ne sont détenus que par les banques centrales, il est difficile de laisser le « marché » déterminer leur prix, bien que l'on puisse imaginer que les banques centrales puissent négocier le prix de cession de leurs DTS. Il faut donc une procédure de détermination du prix des DTS, mais il conviendrait alors de ne pas procéder à une création par « allocation », mais de satisfaire sans limites les demandes des banques centrales au prix en vigueur.

On peut alors remarquer qu'il est quelque peu contradictoire de déterminer le prix d'une monnaie en termes d'une autre monnaie ou d'un « panier » d'autres monnaies et de prétendre lui faire jouer le rôle de numéraire. C'est pourtant ce qui se passe avec les DTS. Nous avons précédemment vu que les DTS ne remplissaient pas bien les rôles de moyen d'échange et de réserve de valeur, caractéristiques de la monnaie. Peut-être faut-il même mettre en cause ce qui semblait leur rester, à savoir le rôle de numéraire.

On sait, en effet, que le prix d'un DTS avait été fixé initialement de manière à valoir un dollar. En juin 1974 il a été décidé que les DTS seraient désormais une monnaie composite, c'est-à-dire qu'ils seraient définis comme un « panier » composé des seize monnaies des pays dont le commerce extérieur représentait au moins 1 % du commerce

1. Sur la loi de Gresham voir également le chapitre 6, p. 143.

mondial¹. Un « poids » différent est attaché à chaque monnaie, en fonction de l'importance relative de cette monnaie ou plutôt des échanges du pays qui l'émet. Si les taux de change entre différentes monnaies nationales varient, le prix d'un DTS en termes des monnaies nationales du « panier » ou des autres monnaies nationales varie également. La variation de la valeur du DTS est d'autant plus importante que la monnaie dont le taux de change varie a un poids relatif plus important dans la définition du DTS.

Pour essayer de comprendre le mécanisme de définition de la monnaie composite, prenons un exemple simplifié et, évidemment, arbitraire. Supposons qu'il existe seulement deux monnaies dans le panier définissant le DTS, à savoir le dollar (D) et le franc (F), qu'initialement $1 F = 1 D$ et que, par ailleurs, le dollar soit trois fois plus « important » que le franc de telle sorte que, par exemple, le poids attribué au dollar dans la définition du DTS soit de 0,75 et le poids attribué au franc soit de 0,25. La définition du DTS sera par exemple la suivante :

$$(22) \quad 1 \text{ DTS} = 0,75 D + 0,25 F.$$

Dans ce cas, la somme des poids est égale à 1, mais on aurait pu prendre n'importe quelle autre combinaison de manière à ce que le dollar soit trois fois plus important que le franc dans le DTS, par exemple un poids égal à 3 pour le dollar et égal à 1 pour le franc, de telle sorte que la définition du DTS aurait été :

$$(23) \quad 1 \text{ DTS} = 3 D + 1 F.$$

Supposons donc que la définition (22) ait été retenue. Si au 1^{er} janvier 1980 le taux de change entre le dollar et le franc est $1 D = 1 F$, il en résulte que le DTS vaut, en termes de dollars, $0,75 D + 0,25 D = 1 D$. De même, en termes de francs, un DTS vaut $0,75 F + 0,25 F = 1 F$. Ceci signifie qu'un DTS peut être acquis en échange d'un franc ou d'un dollar.

Supposons maintenant qu'au 1^{er} janvier 1981 le franc ait été dévalué ou se soit déprécié sur le marché des changes (flottement du

1. Ces pays étaient les Etats-Unis, l'Allemagne fédérale, le Royaume-Uni, la France, le Japon, le Canada, l'Italie, les Pays-Bas, la Belgique, la Suède, l'Australie, le Danemark, la Norvège, l'Espagne, l'Autriche et l'Afrique du Sud. En 1980 ces seize monnaies ont été ramenées à cinq.

franc) de telle sorte qu'un franc ne vaut plus qu'un demi-dollar (c'est-à-dire que 1 dollar vaut 2 F). La valeur d'un DRS sera alors de $0,75 \text{ D} + 0,125 \text{ D} = 0,875 \text{ D}$, c'est-à-dire que le DRS vaudra moins cher en termes de dollars, son prix étant passé de $1 \text{ DRS} = 1 \text{ D}$ à $1 \text{ DRS} = 0,875 \text{ D}$. En termes de francs, au contraire, le DRS se sera apprécié puisqu'il vaudra désormais $(0,75 \times 2) \text{ F} + 0,25 \text{ F} = 1,75 \text{ F}$. On peut dire en d'autres termes que le dollar se sera apprécié par rapport au DRS et que le franc se sera déprécié ou encore que la « valeur » du DRS évolue comme la moyenne du panier.

Si elle avait pu prévoir le 1^{er} janvier 1980 l'évolution des taux de change au cours de l'année, une Banque centrale aurait eu intérêt à détenir des DRS plutôt que des francs, mais, encore plus, de détenir des dollars. Cependant, les prévisions sont nécessairement affectées d'un certain degré d'incertitude. En détenant des DRS on ne réalise donc pas le meilleur placement possible, mais on ne prend pas non plus des risques excessifs, le DRS conservant une valeur « moyenne ».

Une monnaie est d'autant plus attirante qu'elle permet d'obtenir la plus grande quantité possible de biens dans le futur. Cela dépend de l'éventuel paiement d'un taux d'intérêt, et par ailleurs, de son éventuelle dépréciation ou appréciation. Le taux d'intérêt sur les DRS a été porté en 1976 de 1,5 % à 5 % avec des possibilités de variation, en plus ou en moins, en fonction de l'évolution des taux d'intérêt du marché. Le DRS est donc devenu plus compétitif à cette date.

Pour étudier sa capacité à maintenir la valeur du pouvoir d'achat on doit aussi se demander comment sa valeur évolue par rapport aux autres monnaies, en notant bien que toutes les monnaies se déprécient par rapport aux biens réels, c'est-à-dire qu'il y a inflation dans tous les pays, mais à des degrés différents. Comment se comporte une monnaie composite à cet égard ? Tout dépend de la formule adoptée. On a déjà vu qu'en adoptant une formule semblable à celle du DRS, on donne seulement à la monnaie composite une valeur « moyenne » : certaines monnaies nationales sont un meilleur instrument de réserve, même si elles se déprécient tout de même par rapport aux biens réels. Mais d'autres formules sont possibles et il est peut-être regrettable pour l'avenir des DRS qu'on n'ait pas retenu l'une d'entre elles.

Ainsi, on pourrait décider de redéfinir le DRS chaque fois qu'une variation de taux de change a lieu. A titre d'exemple, supposons que

le « poids » d'une monnaie dans le DRS augmente dans la proportion où cette monnaie est dévaluée ou dépréciée et qu'aucune modification de poids n'ait lieu pour les monnaies qui sont réévaluées. Si, initialement, le DRS est défini selon la formule (21) et si le franc est dévalué, de telle sorte que désormais on ait $1 D = 2 F$, un DRS sera maintenant défini selon la formule :

$$(24) \quad 1 \text{ DRS} = 0,75 D + 0,50 F$$

qui contient deux fois plus de francs que précédemment.

En termes de dollars, le DRS vaut donc $0,75 D + 0,25 D = 1 D$ et en termes de francs $1,5 F + 0,5 F = 2 F$, c'est-à-dire que le DRS garde la même valeur en termes de dollars, mais est apprécié par rapport au franc exactement dans la même proportion que le dollar. Le DRS est toujours la « meilleure » monnaie.

Bien entendu, d'autres formules sont concevables, et, en particulier, celle qui a été proposée par un groupe d'économistes européens¹ pour une nouvelle monnaie européenne à créer, à savoir l'indexation totale de la monnaie-panier : plus une monnaie entrant dans la composition du panier se déprécierait en termes de pouvoir d'achat (c'est-à-dire plus l'indice du niveau général des prix augmenterait en termes de cette monnaie) plus nombreuses seraient les unités de cette monnaie entrant dans le panier. Une monnaie composite de ce type donnerait une protection absolue du pouvoir d'achat à l'égard de l'inflation. La détention d'une unité de cette monnaie garantirait à son possesseur la possibilité de pouvoir toujours acquérir le même « panier » de biens réels.

Il reste enfin peut-être à se demander pourquoi le FMI a eu recours à une formule aussi compliquée que celle de la monnaie composite pour définir les DRS. Dans un système de changes fixes, c'est-à-dire un système d'intervention à prix fixe, il faut, par définition, que les autorités nationales annoncent le prix d'intervention, c'est-à-dire que la monnaie nationale soit définie en termes de la monnaie d'intervention (ce qui revient évidemment à définir cette monnaie en termes de chaque monnaie nationale). Comme nous l'avons vu au chapitre précédent le fonctionnement du système monétaire dépend des règles éventuelles et des décisions discrétionnaires concernant l'évolution

1. « A Currency for Europe », *The Economist*, 1^{er} nov. 1975. Voir chapitre 6.

de ces parités. Dans la mesure où les DRS ne sont pas détenus par le secteur privé il n'est pas possible de fonder un régime de changes fixes sur la définition de parités des monnaies nationales en termes de DRS. En effet aucune intervention ne peut se faire en termes de DRS. C'est pourquoi il faut, par exemple, définir la parité des monnaies nationales par rapport à l'une d'entre elles et, par ailleurs, *définir* la valeur d'une unité de DRS. Celle-ci peut s'exprimer en termes de n'importe quelle monnaie et même de n'importe quel bien, par exemple en dollars, en francs, en or ou en blé. Les règles qui déterminent les variations de valeur du DRS par rapport aux autres monnaies influent sur sa désirabilité. Il en va de même en régime de changes flottants : l'évolution de la valeur d'un DRS dans le temps par rapport aux monnaies nationales dépend de sa définition et des règles éventuelles concernant les changements de définition¹. On peut aussi bien imaginer que les DRS soient définis par rapport à l'une des monnaies nationales, par exemple le dollar, que par rapport à un « panier de monnaies ». Il n'y aurait pas besoin de définition du DRS dans le cas où son prix varierait lui aussi librement en fonction des offres et des demandes.

Initialement le DRS avait été défini en or, mais de manière à ce que la valeur d'un DRS soit égale à un dollar. On aurait pu ultérieurement se passer de l'intermédiaire de l'or : en régime d'étalon-dollar les parités des monnaies autres que le dollar auraient changé en termes de DRS si des dévaluations ou des réévaluations étaient nécessaires ; dans un autre régime de change, la parité du dollar en DRS aurait pu également varier.

Le flottement de toutes les monnaies, donc du dollar, n'empêchait pas de définir le DRS en termes de dollars ou de toute autre monnaie. Des raisons purement symboliques — à savoir le souci de ne pas reconnaître explicitement le rôle particulier du dollar — en même temps que la croyance erronée en une faiblesse particulière du dollar ont conduit à refuser cette solution qui avait au moins l'avantage de la simplicité.

1. Notons aussi que l'existence des DRS — « monnaie » des banques centrales — est discutable en régime de changes flottants puisqu'en principe les banques centrales n'interviennent pas sur le marché des changes et ne détiennent pas d'avoirs extérieurs. Les DRS n'ont donc de sens que dans la mesure où l'on se trouve en régime de changes flottants « impurs » (avec intervention discrétionnaire des banques centrales) et non en régime de changes flottants purs.

L'UNIFICATION MONÉTAIRE DE L'EUROPE

L'unification monétaire européenne a été le plus souvent conçue comme un processus permettant d'assurer la fixité des taux de change entre les pays européens. En effet, il est à peu près unanimement admis que l'intégration économique de l'Europe implique nécessairement, à un horizon plus ou moins lointain, une monnaie unique de l'Europe émise sous le contrôle des autorités supranationales qui devraient exister un jour. Le lien qui est automatiquement fait par tous entre la création monétaire et l'Etat entraîne nécessairement pour conséquence qu'il est difficile de concevoir un super-Etat — l'Europe — sans une monnaie commune et unique. On en déduit en général que le processus qui doit conduire à cette monnaie unique est nécessairement un système de changes fixes entre les monnaies émises par les *Etats* qui remettront plus tard une partie de leur souveraineté, en particulier la souveraineté monétaire, à un « super-Etat ».

Il est vrai, en effet, qu'un régime de changes fixes implique une perte de « souveraineté » puisque — nous le savons — la fixité des taux de change signifie la dépendance de la politique monétaire des pays concernés. En ce sens la théorie de l'unification monétaire en tant que système de changes fixes n'est qu'une application de la théorie générale des changes fixes. S'il y a une part d'illusion dans cette position c'est qu'elle consiste à supposer que l'unification monétaire par les changes fixes est un « truc » permettant d'obliger les Etats à abandonner une partie des prérogatives qu'ils détiennent pour le moment

au profit des autres Etats ou d'un « Etat européen ». Or, l'histoire montre bien que l'unification politique a *toujours* précédé l'unification monétaire¹. Par ailleurs, cette position ne remet pas en cause certaines idées établies, en particulier celle qui consiste à faire de l'émission monétaire un attribut de la souveraineté. Or, une démarche autre que celle des changes fixes, par exemple la création d'une monnaie parallèle, est concevable et elle implique une conception différente du rôle des « autorités » dans la création monétaire. Nous l'étudierons en fin de chapitre.

L'étude rapide — à laquelle nous procéderons auparavant — des voies utilisées jusqu'à présent pour l'unification monétaire de l'Europe apportera une illustration des idées exposées dans les chapitres précédents. De manière à préserver la liberté de décision des autorités monétaires et la symétrie de leurs droits et obligations, on a donné la préférence à un système discrétionnaire et non hiérarchique, où les décisions les plus importantes ne résultent pas du respect de règles décidées *a priori* en fonction de certains objectifs, mais de la libre décision des autorités nationales ou des négociations entre ces autorités. L'échec des efforts d'unification européenne en résulte évidemment.

1 — L'unification monétaire de l'Europe : *un échec prévisible*

Les événements monétaires de la première moitié des années soixante-dix en Europe et spécialement les hauts et les bas du système communautaire de change connu sous le nom de « serpent » donnent l'impression que la construction monétaire européenne ou même la construction de l'Europe dans son ensemble ont abouti à une faillite totale. En fait, il était facile de prévoir l'échec de la méthode choisie au début des années soixante-dix, méthode dont l'instrument était la fixité des taux de change entre les pays européens.

L'idée selon laquelle l'union monétaire en Europe serait synonyme de régime de changes fixes vient d'une intuition qui n'est pas fausse, à savoir que la monnaie remplirait mieux ses fonctions d'intermédiaire

1. Ainsi qu'il est clairement montré dans H. R. KRÄMER, « Experience with Historical Monetary Unions », in Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, *Integration Through Monetary Union?*, Tübingen, J. C. B. Mohr, 1971, 106-118.

dans les échanges, d'étalon de valeur et de réserve de valeur s'il y avait seulement une monnaie dans le monde.

Cet *optimum optimorum* (du point de vue de l'utilité de la monnaie) est un cas extrême qui doit être comparé avec l'autre cas extrême dans lequel chaque individu crée sa propre monnaie et où l'on se retrouve par conséquent dans une situation équivalente à celle d'une économie de troc. Le caractère optimal d'une situation où il n'existerait qu'une monnaie dans le monde ou dans une zone donnée repose sur le fait que les agents économiques n'auraient pas à supporter certains coûts qu'ils doivent supporter actuellement. En effet, dans une situation de monnaies multiples, il existe plusieurs sortes de coûts :

- des coûts de calcul : lorsqu'un prix est exprimé en une monnaie autre que celle qu'il utilise généralement, un individu doit rechercher l'information sur les taux de change et effectuer les calculs de conversion nécessaires;
- des coûts de transaction : les opérations de change sont coûteuses et parfois mal commodes;
- des coûts de risque : même lorsque les taux de change sont censés être fixes entre les monnaies nationales, le risque d'un changement de parité ne peut pas être supprimé. Les coûts de risque existent aussi, évidemment, dans un régime de changes flottants.

L'idée selon laquelle une monnaie unique permettrait de supprimer les coûts dus à la multiplicité des monnaies est exacte, mais elle est appliquée par les avocats de la fixité intra-européenne des taux de change à une situation où les différentes autorités politiques ont des idées différentes au sujet de la politique économique et monétaire. Dans ces conditions, « l'union monétaire devrait être une organisation institutionnelle entre pays visant à l'union économique, dont l'objectif serait de réduire au minimum les inefficacités inhérentes à l'usage et au contrôle de la monnaie à l'intérieur de l'union »¹.

En effet les avantages et les coûts de l'union monétaire dans une zone ne peuvent pas être appréciés uniquement en fonction des coûts

1. Rapport OPTICA 1975, *Vers l'équilibre économique et l'unification monétaire en Europe*, rapport élaboré par un groupe d'experts indépendants — G. BASEVI, E. CLAASSEN, P. SALIN et N. THYGESEN — constitué par la Commission des Communautés européennes, Bruxelles, 16 janvier 1976. Le rapport n'engage pas la responsabilité de la Commission des Communautés européennes.

de calcul, de transaction et de risque dont nous venons de parler. Nous savons bien qu'une monnaie est un « pouvoir d'achat disponible » et c'est la raison pour laquelle la diminution de ces coûts accroît l'utilité de la monnaie. Mais cette utilité tient aussi — et même surtout — à la capacité de la monnaie à maintenir le pouvoir d'achat. En d'autres termes une monnaie est d'autant moins utile qu'il y a plus d'inflation. En outre l'inflation est à l'origine de toutes sortes de coûts, en particulier parce qu'elle rend les calculs économiques plus incertains de telle sorte que l'économie dans son ensemble est moins efficace. Il en résulte que la fixité des taux de change n'implique absolument pas que les individus bénéficieront de gains supplémentaires dans l'usage de la monnaie. En effet, il n'existe aucune raison de penser que le passage de taux de changes variables à des taux de changes fixes entraîne une plus grande stabilité monétaire : ce qui importe de ce point de vue n'est pas la fixité des taux de change par elle-même, mais les règles qui président à la création monétaire.

Or l'implication essentielle d'un régime de changes fixes, ainsi que nous l'avons vu au chapitre 1, est d'instaurer un taux d'inflation unique entre les pays membres de ce système de change. Mais ce taux d'inflation peut être élevé ou faible selon les règles auxquelles sont soumises les autorités monétaires responsables en dernier ressort du taux d'expansion monétaire de la zone. Il en résulte qu'en l'absence d'informations supplémentaires sur le mode d'organisation de la zone monétaire, la recherche de la fixité des taux de change entre les monnaies européennes et la confusion qui est établie entre l'union monétaire et la fixité des taux de change sont contestables et même injustifiées. L'argument en faveur de la fixité des taux de change en Europe se ramenant à un argument en faveur d'un taux d'inflation unique en Europe, on peut soutenir qu'une union monétaire de ce type ne coûterait pas beaucoup à chacun des pays européens et que l'abandon de souveraineté monétaire impliqué par cette union n'a pas de véritable portée et ne constitue guère qu'un abandon formel de souveraineté (ce qui est une manière de dire qu'en s'accrochant à leur souveraineté monétaire, les Etats s'accrochent à un symbole et à rien d'autre). Mais on peut aussi soutenir que le fait d'avoir un taux d'inflation commun n'a rien à voir avec l'unification monétaire européenne, tout au moins dans la mesure où l'idée d'une union monétaire signifie un effort pour optimiser l'utilisation de la monnaie dans les

pays européens. En termes plus concrets, comparons encore deux cas hypothétiques : dans le premier tous les pays européens auraient le même taux d'inflation chaque année, mais ce taux serait élevé et il varierait beaucoup d'une année à l'autre. Dans l'autre cas, les pays européens auraient des taux d'inflation différents, mais ces taux seraient faibles et faciles à prévoir, de telle sorte que les variations de taux de change seraient modérées et également faciles à prévoir.

Dans le premier cas, la monnaie ne remplirait pas bien son rôle d'étalon de valeur, de réserve de valeur et d'intermédiaire des échanges. Les pays européens ne seraient pas alors capables de « minimiser les inefficacités liées à l'usage et au contrôle de la monnaie à l'intérieur de l'union ». Le second cas ne constitue certainement pas la solution idéale, mais il est tout de même préférable au premier : la monnaie joue mieux son rôle dans les décisions des agents économiques en Europe.

Ainsi, dans les années récentes, on aurait peut-être pu se féliciter que l'unification monétaire n'ait pas avancé. L'existence d'un Deutsche Mark relativement plus stable que les autres monnaies a rendu service aux Européens. Ceux-ci n'auraient sans doute pas disposé de cet instrument monétaire si l'Allemagne avait dû suivre la politique monétaire des autres pays membres de la CEE. La diversité est source de liberté, elle permet de meilleurs choix et il ne faut donc la supprimer qu'à condition d'avoir des garanties suffisantes que le système de remplacement sera meilleur que n'importe lequel des systèmes supprimés. Supposons, en effet, qu'une monnaie unique existe en Europe, ou même un système de taux de change rigoureusement fixes, et que cette monnaie unique — éventuellement avec des dénominations nationales différentes — soit mal gérée. Il n'y aurait alors pas d'autres recours pour les usagers de la monnaie que d'utiliser une monnaie extra-européenne. Ne serait-ce pas la faillite de l'unification monétaire européenne ?

Ainsi, du point de vue des ajustements *réels* internes et externes, *le choix d'un régime de change n'est pas essentiel pour l'union monétaire européenne*. En particulier si les taux d'inflation continuent à diverger entre les pays membres, les taux de change flottants sont absolument nécessaires, sans que cela condamne nécessairement l'unification monétaire, ainsi qu'on le verra.

Bien sûr, une harmonisation quasi immédiate des taux d'inflation en Europe dans la direction du taux du pays le moins inflationniste

pourrait être envisagée. Il en résulterait un régime de changes fixes efficace s'il n'y a pas d'illusion monétaire, c'est-à-dire des anticipations erronées au sujet de l'inflation. Mais si l'illusion monétaire existe, par exemple au cours d'une période qui peut être assez longue quand l'inflation commence à diminuer, le coût social, en particulier sous forme d'un chômage temporaire, serait encore trop élevé pour que l'on puisse recommander une harmonisation *rapide* des taux d'inflation.

En outre, un fait ne doit pas être sous-estimé : aussi longtemps que les autorités ne sont pas convaincues des « inefficacités » à long terme des politiques monétaires et de change, aussi longtemps qu'elles croient possible et utile de pratiquer des politiques volontaristes, par exemple pour accélérer la croissance, diminuer le chômage ou résoudre de prétendus problèmes de balance des paiements, elles ont tendance à utiliser ces politiques en fonction de leurs objectifs nationaux respectifs. L'union monétaire au moyen des changes fixes est alors prématurée et elle risque de provoquer un certain nombre de troubles et de crises semblables à ceux que nous avons connus au cours des années passées.

Cela permet aux chefs d'Etat, Premiers Ministres et autres hommes politiques de l'Europe de se réunir périodiquement à grand renfort de publicité, pour étudier les moyens d'une « coopération » considérée comme le seul moyen de sortir d'une crise, implicitement présentée comme une fatalité extérieure et mystérieuse, mais résultant en fait des politiques déstabilisantes menées par ces mêmes hommes dans leurs pays respectifs.

C'est ainsi qu'on a souvent exprimé l'idée qu'il n'était pas possible de résoudre les problèmes d'inflation, de chômage, de croissance insuffisante dans un cadre purement national, de telle sorte que les efforts d'intégration économique, le renforcement de la coopération internationale ou l'unification monétaire seraient pleinement justifiés.

Comme le raisonnement permet de le prévoir, les faits ne confortent en rien de semblables opinions. Ainsi l'Allemagne est arrivée à résoudre le problème de l'inflation par une politique monétaire adéquate à partir du moment où elle s'est séparée monétairement de cette Communauté, c'est-à-dire où elle a adopté un régime de changes flottants. Et en dehors de la Communauté ne voit-on pas qu'un petit pays, la Suisse, est arrivé à faire tomber le taux d'inflation à 1 % parce qu'il était *indépendant monétairement des autres pays* ? Il n'y a rien d'éton-

nant à cela puisque les économistes savent bien qu'en régime de changes flottants les politiques monétaires sont indépendantes. C'est à chaque pays de résoudre ses propres problèmes et il est par exemple vain d'attendre une quelconque « relance économique » en provenance de pays comme les Etats-Unis, le Japon ou l'Allemagne.

Il y a d'ailleurs une double raison pour dénier toute efficacité à une politique de relance « concertée » : celle que nous venons de signaler, à savoir qu'en régime de changes flottants les conjonctures sont indépendantes, et une autre tout aussi fondamentale : on interprète la situation actuelle à partir de concepts inspirés du keynésianisme et qui ont en fait été élaborés pour des situations qui n'ont rien à voir avec cette situation. Ce dont nous souffrons n'est pas d'une insuffisance de demande, mais d'un excès de demande. Une « relance » se traduirait uniquement par une relance de l'inflation. Il est donc par exemple étonnant que les chefs d'Etats européens aient cru pouvoir décider, lors de leur réunion de Copenhague en 1978, un taux de croissance de 4,5 % pour les pays de la CEE en 1979. En effet, il est absolument impossible de trouver une raison quelconque pour que tous les pays de la CEE aient le même taux de croissance. Quel que soit le régime de change, les taux de croissance de différents pays sont indépendants. Ils dépendent des conditions internes de la croissance et, en définitive, de ce qui est désiré par les citoyens entre une consommation actuelle et une consommation future. Il n'y a donc aucune justification à la recherche d'un taux de croissance commun, au demeurant arbitraire. Par ailleurs, si vraiment l'obtention d'un certain taux de croissance était à la portée des chefs d'Etat, on peut se demander pourquoi ils n'ont pas décidé plus tôt un taux plus élevé. Il est regrettable de proclamer de telles choses et de faire croire à une opinion, qui le pense déjà trop, que l'économie est gérée au gré des gouvernements. Et si l'objectif n'est pas atteint — comme cela fut le cas — on aura seulement obtenu une désillusion supplémentaire.

Les sommets européens n'en continueront pas moins, avec leurs déclarations et leurs photos-souvenirs, même si la mode des idées fluctue quelque peu : à l'illusion de la « relance concertée » succédera peut-être l'illusion de l'« espace social européen ». Seule une erreur de raisonnement économique conduit à penser que la réduction du temps de travail permettra de résoudre le problème du chômage, seule une erreur de raisonnement économique conduit à penser que des mesures

de ce type doivent être « coordonnées » avec les principaux partenaires européens pour éviter des difficultés de balance des paiements.

Bien sûr, les gouvernements contrôlent certains éléments de la conjoncture, en particulier l'inflation, puisqu'ils ont monopolisé la création monétaire. Contrairement à l'objectif de taux de croissance commun, l'objectif de taux d'inflation commun a un sens économique, mais il n'a peut-être pas beaucoup de portée, ainsi que nous l'avons vu.

On peut, bien sûr, rêver d'une Europe où les pays membres accepteraient de mettre en œuvre des politiques monétaires coordonnées et stabilisantes. Mais le rêve n'est d'aucune efficacité et le réalisme impose de voir un univers différent où les autorités nationales tiennent à conserver leur souveraineté monétaire et leur liberté de faire la politique monétaire qu'elles désirent, que celle-ci soit « bonne » ou « mauvaise ».

Dans ces conditions on pourrait considérer qu'il est vain de chercher une justification à l'unification monétaire et même de rechercher l'unification monétaire avec des conceptions de ce type. Pourquoi, alors, ne pas adopter une position extrémiste consistant à affirmer que l'unification monétaire n'est pas désirable par elle-même et qu'il existe d'autres objectifs autrement plus importants à poursuivre pour l'unification de l'Europe ?

Il n'est peut-être pas inutile, cependant, de revenir à la philosophie politique de départ de l'unification *économique*. L'unification économique de l'Europe a eu pour objectif primordial de créer un *marché commun*, c'est-à-dire un espace où le calcul économique peut être fait par tous les agents économiques sans considération de leur localisation. L'intégration était alors justifiée par un double souci d'efficacité et de respect des mécanismes de marché.

L'unification monétaire, pour sa part, a été conçue comme le résultat d'accords entre les autorités et on a oublié le marché. Il faut revenir à une conception intégrée de l'unification et se demander quels sont les besoins des agents économiques pour réaliser des calculs économiques en termes réels (c'est-à-dire en évitant les distorsions dues à l'inflation) et sur l'ensemble du territoire européen (sans que la localisation des activités n'affecte le calcul économique). De la même manière que la suppression des droits de douane a permis de créer un marché unique, l'unification monétaire doit renforcer l'homogénéité du marché commun. Les efforts pour l'unification monétaire euro-

péenne partent d'une idée juste : l'internationalisation des activités économiques doit être accompagnée par une internationalisation de l'activité monétaire. Or, il se trouve que l'activité monétaire est étroitement nationale et nationalisée. Mais il y a deux voies pour internationaliser l'activité monétaire : l'internationalisation de l'activité monétaire publique ou la privatisation de l'activité monétaire. Seule la première voie a été explorée pour le moment¹.

Nous sommes donc confrontés actuellement à une contradiction : la construction européenne a un caractère décentralisé, mais la création monétaire en Europe est le fait d'un oligopole, le cartel des banques centrales. Cette contradiction ne peut être résolue que de deux manières : ou bien par une organisation adéquate du cartel des banques centrales, au moyen de règles à définir², ou bien par la mise sur pied d'un mécanisme fondé sur les décisions de marché. Si la première solution n'est pas politiquement possible, seule la deuxième solution devrait être explorée. Tel est le fondement des propositions en faveur de la création d'une monnaie parallèle européenne présentées ci-après. Le passage à un régime de changes *irrévocablement fixes*, donc à une monnaie unique, représenterait pour sa part un saut qualitatif, c'est-à-dire la substitution d'un système de monopole à un système de cartel. La monnaie parallèle européenne représenterait au contraire une approche graduelle : les individus choisiraient eux-mêmes le rythme de l'intégration monétaire en changeant leurs monnaies nationales contre l'instrument monétaire européen commun.

Seule l'approche de la cartellisation — des banques centrales — a été utilisée pour le moment. Il n'est pas étonnant que l'unification monétaire de l'Europe ait été un échec car tout cartel constitue une structure éminemment instable. Son fonctionnement, en tout cas, dépend des règles qui le régissent. Ce sont elles que nous allons maintenant évoquer.

II — Un « nouveau » système monétaire européen ?

On sait qu'après l'échec des premiers efforts d'unification monétaire européenne, qui avaient essentiellement pris la forme du « serpent

1. Nous développons ces idées dans *L'unité monétaire européenne : au profit de qui ?*, Bruxelles, Institutum Europaeum, Paris, Economica, 1980.

2. Cf. chapitre 4.

monétaire » au début des années soixante-dix, un système, prétendu nouveau et censé permettre à l'Europe de devenir une « zone de stabilité monétaire », a été mis au point en 1978 et adopté par un certain nombre de pays européens au début de 1979.

Dans le système du serpent traditionnel, où les écarts de taux de change sont mesurés en termes bilatéraux, une monnaie est par définition à son plafond de variation par rapport à une autre si et seulement si cette autre monnaie est au plancher par rapport à elle. Le problème de la détermination du ou des responsables de l'intervention et de l'ajustement est donc particulièrement aigu. Faute d'avoir prévu des règles institutionnelles automatiques, il faut procéder à des consultations entre banques centrales ; sur le plan communautaire, ces consultations avaient par exemple pour objet autrefois la détermination du « cours communautaire du dollar », lorsque l'intervention en dollars existait, ce qui était une manière de déterminer la position du serpent par rapport à une monnaie tierce, donc de savoir si certaines monnaies étaient « trop hautes » ou d'autres « trop basses ». L'absence de règles institutionnelles permettant de déterminer automatiquement les responsabilités respectives des différentes banques a été l'occasion de marchandages continuels et, finalement, de l'écèlement du système, au lieu de la coopération toujours invoquée et jamais réalisée.

On sait qu'il a été décidé en 1978 de définir les taux de change des monnaies européennes par rapport à un « panier » de monnaies, à savoir les monnaies qui doivent faire partie du « système monétaire européen ». Un panier de monnaies représente un numéraire abstrait, mais il ne représente pas nécessairement une monnaie. Une monnaie est un bien qui fait l'objet d'une demande et d'une offre. Ce n'est évidemment pas le cas : il n'y a pas, par exemple, d'offres de ces « paniers monétaires européens » que l'on a décidé d'appeler l'écu ni de Banque centrale chargée de contrôler une quelconque émission d'écus. L'écu ne constitue donc qu'un numéraire abstrait.

On pourrait imaginer un système où le panier de monnaies servirait de fondement à l'intervention des banques centrales : lorsqu'une monnaie atteindrait son plafond ou son plancher de variation par rapport au panier de monnaies, la Banque centrale concernée serait tenue d'intervenir. Un tel système présenterait l'avantage de déterminer sans ambiguïté la responsabilité de chaque Banque centrale dans l'ajustement, mais il ne donnerait pas d'indication sur les mon-

naies à utiliser pour l'intervention. Les discussions sur le choix de ces monnaies se substitueraient donc aux discussions sur les responsabilités respectives des banques centrales, que l'on constate si souvent dans les systèmes de changes fixes sans monnaie internationale.

En fait, le « nouveau » système monétaire européen constitue une sorte de mélange des deux systèmes possibles. En effet l'appréciation de la position de chaque monnaie se fait bilatéralement comme dans le système du serpent, mais le problème du partage des responsabilités entre banques est apprécié en faisant de la position de chaque monnaie par rapport à l'écu un élément d'appréciation dans le cadre des « consultations » entre autorités monétaires. Autrement dit si, par exemple, le Deutsche Mark est au plafond par rapport au franc¹, c'est-à-dire que le franc est au plancher par rapport au Deutsche Mark, il faut obligatoirement des interventions de banques centrales pour empêcher le serpent de dépasser ces limites. On examine alors la position du franc et du Deutsche Mark par rapport à l'écu. Si, par exemple, le franc se trouve loin de sa parité par rapport à l'écu, tandis que le Deutsche Mark ne serait pas beaucoup plus haut que sa parité par rapport à l'écu, les autorités communautaires sont probablement incitées à demander à la Banque centrale française d'intervenir, c'est-à-dire d'acheter des francs et de vendre des Deutsche Marks (ou une autre monnaie ?).

Par ailleurs on a ajouté une nouvelle notion, à savoir celle de l'indicateur de divergence. L'indicateur de divergence est atteint lorsqu'une monnaie atteint une certaine limite de fluctuation par rapport à l'écu. Pour tenir compte du fait que la probabilité d'atteindre une limite donnée n'est pas la même pour une monnaie dont le poids dans l'écu est faible et pour une monnaie dont le poids est fort l'indicateur de divergence n'est pas le même pour chacune des monnaies qui composent l'écu. L'indicateur de divergence joue comme un simple signal, c'est-à-dire qu'il n'oblige pas à une action automatique quelconque. Par ailleurs, si une mesure est alors adoptée par le pays concerné, il peut s'agir, par exemple, d'une intervention sur le marché des changes ou d'une modification de la politique monétaire ou budgétaire ou encore d'une modification de la parité de la monnaie.

1. La marge de fluctuation est de $\pm 2,25$ %.

Ainsi, le « nouveau » système de change n'est nouveau par rapport à l'ancien système du serpent, du point de vue des politiques de taux de change, que du fait de l'adjonction de ce mécanisme de l'indicateur de divergence. Certes, il est censé fonctionner avant que les limites de fluctuation bilatérales soient atteintes et constituer par conséquent un signal d'alarme. Mais il est intéressant de noter que l'élément nouveau du système est un élément *discrétionnaire*. Il est d'ailleurs plus ou moins admis que l'indicateur de divergence doit normalement ouvrir la voie à des consultations entre pays. Selon que l'indicateur de divergence jouera ou non son rôle de signal préventif, selon que les mesures qui seront alors prises seront ou non efficaces, le système sera plutôt un système de change de type serpent ou un système de change de type panier de monnaies.

L'idée sous-jacente à ce système consiste à penser que l'écu permettrait de déterminer qui est le plus « responsable » des déséquilibres de change et qui doit par conséquent intervenir. Mais cette notion de responsabilité est sans doute des plus contestables. En effet, au lieu de se demander qui est le plus « responsable » des écarts par rapport au comportement moyen — qui est donc considéré *a priori* comme la norme — il vaudrait mieux se poser la question suivante : quel comportement imposer aux banques centrales pour que l'on atteigne un optimum ? La réponse est alors évidente : on se rapproche de l'optimum en réduisant l'inflation. Dans la mesure où les variations de taux de change ne sont guère autre chose, sauf à court terme, que le reflet des politiques monétaires relatives, c'est-à-dire du caractère plus ou moins inflationniste des différentes politiques monétaires, un système efficace est un système qui impose des mesures d'ajustement aux pays les plus inflationnistes dont la monnaie, par conséquent, se déprécie le plus. Il ne s'agit donc pas de dire que ces pays sont « responsables » des déséquilibres de change, mais plutôt qu'il faut les empêcher de transmettre des impulsions inflationnistes au reste de la zone à laquelle ils appartiennent.

N'oublions pas, en effet, que la caractéristique essentielle d'une zone monétaire fondée sur la fixité des taux de change, même s'il existe des possibilités de fluctuation des taux à l'intérieur de marges données, tient à ce que les taux d'inflation des pays membres ne peuvent pas diverger les uns des autres. On ne peut donc créer une « zone européenne de stabilité », qu'en mettant en place des mécanismes

imposant des contraintes aux pays potentiellement les plus inflationnistes. Ce n'est évidemment pas le cas des mécanismes du système monétaire européen de telle sorte que l'affirmation selon laquelle il doit permettre la constitution d'une zone de stabilité en Europe est sans fondement. On sait d'ailleurs que le même type d'affirmation avait été fait à propos du serpent, avec les résultats que l'on connaît. L'opinion publique, à qui l'on a promis un système miracle pour assurer la stabilité en Europe, va donc être abusée à nouveau.

Que faudrait-il pour qu'un système européen de stabilité soit possible en régime de changes fixes ? De toute évidence que les banques centrales renoncent à pratiquer des politiques monétaires indépendantes et acceptent une contrainte commune impliquant un faible taux d'inflation. Les systèmes de ce type sont nombreux — on l'a vu dans les chapitres précédents — et il n'est pas question d'en faire la liste, mais seulement d'en donner quelques exemples. Ainsi un étalon-or à l'échelle de la zone européenne, c'est-à-dire un système où les banques centrales européennes n'émettraient de la monnaie qu'en proportion de leurs stocks d'or, serait un système non inflationniste ou même déflationniste. Un système où interviendraient seulement les pays dont les monnaies se déprécieraient (soit par rapport aux autres monnaies, soit par rapport à l'écu, soit par rapport à tout autre numéraire) serait un système où le taux d'inflation communautaire s'alignerait sur celui du pays le moins inflationniste.

Le système monétaire européen prévoit seulement l'alignement de tous les pays sur l'inflation moyenne des pays européens, les pondérations dans le calcul de la moyenne étant les pondérations des différentes monnaies dans la définition de l'écu.

On a prétendu par ailleurs qu'en créant l'écu les pays européens avaient créé une nouvelle monnaie. Il n'en est rien car nous savons bien en effet que seul un numéraire a été ainsi créé. Or, la fonction de numéraire est la fonction la moins importante de la monnaie et une monnaie peut parfaitement ne pas remplir ce rôle. Ainsi, dans les transactions internationales toutes les monnaies ne jouent pas le rôle de numéraire, sans cesser pour autant d'être des monnaies.

Pour que l'écu soit une monnaie il faudrait que les agents économiques puissent détenir des avoirs en écus représentant un pouvoir d'achat. La qualité monétaire de l'écu serait évidemment plus grande s'il pouvait être détenu par tous les agents économiques, ce qui

permettrait d'ailleurs aux banques centrales d'intervenir en termes d'écus. L'écu n'est donc rien d'autre pour le moment qu'un moyen de comptabiliser d'éventuelles dettes et créances en monnaies nationales et un moyen d'exprimer les taux de change. Ces caractéristiques modestes ne justifient pas l'attention que l'on a portée à la création de l'écu. Et on peut considérer comme regrettable d'autoriser la confusion dans l'opinion entre ce nouveau numéraire et les projets de création d'une véritable monnaie européenne.

En définitive, les constructeurs du système monétaire européen n'ont établi aucune règle précise pour résoudre les problèmes importants que sont, par exemple, la détermination des banques centrales qui doivent intervenir, des monnaies à utiliser dans l'intervention, des politiques d'ajustement à utiliser ou les modalités de la création monétaire. On a préféré laisser ces questions dans l'ombre, de même que celle qui concerne l'éventuelle liberté d'intervention des banques centrales à l'intérieur des marges de flexibilité. Cela rend donc nécessaires les « consultations » et la « coopération » entre banques centrales. Le système monétaire européen illustre à nouveau cette idée que la coopération n'est pas un objectif en soi, mais qu'elle peut constituer la seule solution possible dans un système *discrétionnaire* de cartel. Il est peu probable que le résultat de cette « coopération » permette d'aboutir à un résultat meilleur que celui d'un système institutionnel conçu pour atteindre des objectifs désirables de politique économique. La probabilité est d'ailleurs très forte qu'un système de cartel *discrétionnaire* ne puisse pas durer, comme ce fut le cas pour le serpent du début des années soixante-dix.

III — *La monnaie parallèle européenne*

Contrairement à l'approche habituellement retenue, l'unification monétaire par l'approche de la monnaie parallèle implique de laisser les agents économiques choisir entre deux ou plusieurs instruments monétaires, le meilleur devant en principe être choisi par la majorité d'entre eux, de telle sorte que le bien-être serait ainsi maximisé sur l'ensemble de la Communauté.

L'unification monétaire correspondrait aux besoins des utilisateurs de monnaie au lieu d'être le résultat d'un processus d'organisation des pouvoirs entre des autorités.

A / LES FORMES POSSIBLES DE MONNAIE PARALLÈLE EUROPÉENNE

Accepter une monnaie parallèle dans un pays c'est accepter qu'une monnaie autre que la monnaie nationale — ou même, éventuellement, plusieurs monnaies — puisse librement concurrencer cette monnaie nationale, donc lui être préférée si les agents économiques considèrent qu'elle leur rend plus de services. On peut choisir aussi bien une monnaie existante qu'une monnaie entièrement nouvelle pour jouer ce rôle.

Parmi les *monnaies existantes*, on peut distinguer deux catégories : les monnaies nationales et les monnaies extérieures. En ce qui concerne les monnaies nationales il serait possible de choisir une des monnaies existantes, plusieurs d'entre elles ou la totalité d'entre elles comme monnaies parallèles. Cela impliquerait que les autorités monétaires de chaque pays européen permettent aux autres monnaies européennes ou à certaines d'entre elles de circuler dans les zones que chacune d'elles contrôle. C'est l'hypothèse de l'« inter-circulation » des monnaies et de la libre concurrence entre elles. Il suffirait pour cela de supprimer le monopole de création monétaire, c'est-à-dire le cours forcé, que chaque Etat s'est réservé sur son propre territoire. Cette solution a été défendue avec vigueur et beaucoup de force persuasive par Friedrich Hayek¹. Cette concurrence entre des monnaies — qui resteraient cependant des monnaies gérées par les Etats — aurait le double avantage de permettre aux détenteurs de monnaie de choisir la monnaie qui leur semble rendre plus de services et d'inciter les Etats à éviter les politiques de facilité, de crainte que leur monnaie ne soit plus utilisée et que leur profit de seigneurage et leur impôt d'inflation disparaissent.

Il faut bien reconnaître en effet qu'il est étonnant que l'opinion soit unanime pour dénoncer l'existence des monopoles privés et les profits « illicites » qu'ils seraient censés obtenir et que personne ne dénonce le monopole de la création monétaire que les Etats se sont attribués. Pourtant, à la différence des monopoles privés, ce monopole ne permet même pas le développement d'une concurrence potentielle et il dispose par ailleurs de l'appui d'un autre monopole, celui de la force publique. Ce monopole de création monétaire profite d'ailleurs de sa position pour faire ce que l'on peut appeler des profits illicites,

1. *Denationalisation of Money*, Londres, Institute of Economic Affairs, Hobart Special Paper, 70, 1976.

puisqu'il prélève un impôt d'inflation non voté par le Parlement, contrairement aux règles traditionnelles de la démocratie représentative.

On peut aussi ajouter que la méthode consistant à laisser jouer la concurrence entre les monnaies nationales serait fidèle aux principes de base de l'intégration européenne, qui visent à favoriser la mobilité des produits et des facteurs de production et à créer un marché commun. La monnaie, en effet, est un facteur de production. Pourquoi échapperait-elle à la libéralisation, sous le seul prétexte qu'elle est l'objet d'un monopole public disposant d'un marché protégé ? Il se peut que certains Etats se rendent compte que leur produit est si mauvais qu'il ne résisterait pas à la concurrence d'autres produits.

Si toutes les monnaies pouvaient être des candidats potentiels pour devenir une monnaie parallèle européenne, les coûts de transaction seraient provisoirement élevés puisque, au cours d'une certaine période de transition, il y aurait plusieurs monnaies en circulation, admises comme moyen de paiement légal. A la fin de cette période, certainement, la monnaie qui serait choisie par le marché serait la monnaie la moins inflationniste.

Il est très probable qu'il s'agirait du Deutsche Mark, tout au moins si l'on prend en considération la situation passée et présente. Il est facile de voir les difficultés d'une telle solution, en particulier l'effet psychologique tenant à ce qu'un pays serait perçu comme « dominant » le reste de l'Europe (cette perception provenant du fait que la monnaie d'un pays est émise et contrôlée par les autorités de ce pays). Un pays par ailleurs aurait le contrôle direct de l'offre de monnaie en Europe, ce qui peut lui imposer des restrictions pour la conduite de sa propre politique interne et être mal supporté par les autres pays.

Compte tenu de ces objections il pourrait sembler préférable de choisir une monnaie extérieure, une euro-monnaie, comme monnaie parallèle européenne. Choisir une euro-monnaie comme monnaie parallèle européenne signifierait qu'elle constituerait le moyen de paiement légal pour tous les pays de la Communauté et qu'elle pourrait circuler parallèlement à la monnaie nationale dans chaque pays.

Cependant, le choix de ce type de monnaie comme monnaie parallèle européenne présente certains inconvénients. Si l'on choisit une monnaie autre que le dollar, on rencontre les mêmes difficultés que dans le cas où l'on choisirait une monnaie nationale. D'un autre côté, si l'on choisit l'euro-dollar, on pourrait considérer qu'il s'agit

là d'une intervention trop autoritaire limitant excessivement la liberté des individus de choisir la monnaie qu'ils désirent détenir.

Ces raisons conduisent à préférer une solution complètement différente, à savoir la création d'une *nouvelle monnaie* qui jouerait le rôle de monnaie parallèle européenne et concurrencerait chaque monnaie nationale sur son territoire. Cela ne signifie pas que la nouvelle monnaie se substituerait nécessairement aux monnaies nationales, surtout si l'on tient compte du fait que les efforts d'unification monétaire ont échoué parce que les autorités monétaires ont toujours voulu sauvegarder leur souveraineté monétaire. Il n'y a pas de raison de penser qu'elles accepteraient une disparition rapide de leurs propres monnaies, alors qu'elles n'acceptent même pas d'adopter des règles communes pour leur politique monétaire. Par conséquent, la concurrence et la coexistence entre les monnaies doivent être assurées dans chaque pays entre la monnaie nationale et la monnaie parallèle de telle sorte que chacun puisse choisir la monnaie qu'il préfère et bénéficier, si nécessaire, d'une monnaie dont la liquidité serait la même à travers toute l'Europe. Ceci permettrait de satisfaire le besoin monétaire européen qui est pour le moment satisfait par les euro-dollars.

Au lieu de diviser le processus d'unification monétaire en une phase de taux de change flottants et une phase de taux de change fixes, ce qui représente un « bond » qualitatif important lors du passage d'une phase à l'autre, l'introduction d'une monnaie parallèle assurerait un processus d'unification graduel et c'est l'un de ses mérites. En effet, tout au moins au cours d'une phase transitoire avant que les monnaies nationales disparaissent éventuellement, les taux de change pourraient varier, mais cela n'empêcherait pas d'améliorer les services de la monnaie grâce à l'introduction de la monnaie parallèle. En outre, comme on le verra ultérieurement, des dispositions institutionnelles peuvent permettre de ralentir ou d'accélérer l'introduction de cette nouvelle monnaie en fonction des événements et des vœux des autorités monétaires. La monnaie parallèle européenne pourrait circuler dans chaque pays en tant que moyen de paiement légal et les individus décideraient du partage de leurs encaisses entre les deux types de monnaies.

B / MÉTHODES DE CRÉATION DE LA MONNAIE PARALLÈLE EUROPÉENNE

Les plans de création d'une monnaie parallèle européenne (MPE) admettent généralement qu'elle devrait être créée par une institution publique, dont les fonctions précises peuvent être très différentes selon les procédures d'émission : l'institution en question peut être une banque centrale, ou simplement un intermédiaire, un « euro-agent », selon les termes du « Manifeste »¹. L'« Eurostable »² constitue le seul projet qui défende l'idée selon laquelle la MPE devrait être émise par des banques privées. Selon son promoteur, J. Riboud, aucune banque centrale ne peut accepter d'abandonner son monopole d'émission à une institution européenne supranationale et de voir mettre en circulation une monnaie rivale (probablement meilleure que la sienne).

En dehors d'un système de création privée de la MPE, trois méthodes sont concevables pour émettre la MPE :

a) *Allocation* : des unités de MPE sont allouées aux banques centrales nationales par la Banque centrale européenne. Le système est semblable à celui des DTS, si ce n'est que la MPE peut être détenue par le secteur privé. Cela implique que les banques centrales nationales peuvent intervenir en termes de MPE si les pays européens désirent un système de changes fixes ou de changes administrés (flottement impur). Si le taux de change entre la MPE et les monnaies nationales est flottant, il s'ajuste de manière à satisfaire la demande de MPE, compte tenu de l'offre décidée par la Banque centrale européenne. Les variations du taux de change dans le temps dépendent évidemment de la politique d'allocation et des anticipations concernant le rendement de cet actif. Celles-ci dépendent à leur tour des anticipations au sujet de la politique d'allocation future et des taux d'intérêt payés sur les avoirs libellés en MPE. Si la politique d'émission de la MPE est restrictive, la MPE sera désirée et elle constituera une bonne réserve de valeur, susceptible de concurrencer facilement les monnaies nationales. Mais rien ne garantit qu'il en irait ainsi. Dans

1. « A Manifesto for European Monetary Union and Monetary Reform » (ou Manifeste de la Toussaint), signé par les P^{rs} G. BASEVI, M. FRATIANNI, H. GIERSCHE, P. KORTEWEG, D. O'MAHONY, M. PARKIN, P. SALIN et N. THYGESEN, *The Economist*, 1^{er} novembre 1975 (ci-après appelé le « Manifeste »).

2. Cf., entre autres, J. RIBOUD, *Une monnaie pour l'Europe : l'Eurostable*, Paris, Editions de la RPP, 1975.

la mesure où les plans de création d'une MPE partent de l'idée que les autorités monétaires nationales ne sont pas capables pour le moment de mettre en œuvre des politiques monétaires suffisamment restrictives, il y a peu de chances que les choses soient différentes avec une monnaie européenne, c'est-à-dire que les autorités monétaires européennes gèrent la MPE mieux que les actuelles autorités monétaires nationales, en l'absence de règles contraignantes et respectées. Ainsi, l'un des buts qu'une MPE serait censée atteindre — offrir aux individus un meilleur instrument de réserve que les monnaies existantes — ne serait pas obtenu.

Le taux de change entre la MPE et les monnaies nationales peut être fixe si les banques centrales interviennent sur le marché en termes de MPE contre leurs propres monnaies. Plus généralement, si elle désirent que la MPE soit une meilleure réserve de valeur que les monnaies nationales, et si elles désirent par conséquent apprécier constamment la MPE par rapport à leurs propres monnaies, les banques centrales doivent intervenir sur le marché à un prix — déterminé de manière exogène — qui varie dans le temps de manière à assurer une appréciation continue. Mais il n'y a pas de raison pour que la croissance de l'offre réelle de MPE corresponde alors exactement à l'augmentation de la demande réelle de MPE. Dans la mesure où le prix de la MPE ne flotte pas librement sur le marché, mais est fixé de manière exogène, le nombre d'unités de MPE serait certainement inadéquat. S'il n'y avait pas assez d'unités de MPE, la loi de Gresham¹ jouerait : la « mauvaise » monnaie chasserait la « bonne » monnaie et le public conserverait la MPE à cause de son appréciation potentielle dans le futur et de sa rareté relative (la conséquence en serait qu'un individu qui utilise cette monnaie pour

1. La « loi de Gresham », plus souvent invoquée que comprise, demande pour fonctionner des conditions très restrictives, impliquant que le taux de change maintenu entre deux monnaies n'est pas le prix d'équilibre. Cela est le cas lorsque le taux de change entre deux monnaies est fixe et que l'élasticité d'offre de l'une et de l'autre n'est pas infinie. Sur la « loi de Gresham » on peut se reporter à R. VAUBEL, « Plans for a European Parallel Currency and SDR Reform : The Choice of Value-Maintenance Provisions and « Gresham's Law » », *Weltwirtschaftliches Archiv*, cx, 1974, 194-228.

L'erreur d'interprétation au sujet de la loi de Gresham a été faite par exemple par P. PRISSE, qui, partant sans doute d'un réflexe conditionné d'où toute réflexion était absente, a cru pouvoir l'invoquer contre le projet de monnaie parallèle européenne du Manifeste de *The Economist* (cf. « A propos d'un manifeste sur la monnaie européenne », *Banque*, avril 1976, et la réponse de P. SALIN, « La controverse sur l'unification monétaire de l'Europe », *Banque*, juin 1976).

financer des transactions ne serait pas certain de pouvoir reconstituer ses avoirs en cette monnaie par la suite). S'il y avait un surplus de MPE, par contre, les individus chercheraient à s'en débarrasser, ce qui aurait des effets inflationnistes. Les banques centrales seraient alors obligées de créer de la monnaie nationale en contrepartie des excédents de MPE qu'elles recevraient.

Il est donc préférable de ne pas avoir recours à un système d'allocation.

b) Politique d'open-market d'une banque centrale européenne : on aurait dans ce cas un système traditionnel de création monétaire de type « pyramidal ». Le conseil d'administration de la Banque centrale européenne serait libre de déterminer les conditions d'achat et de vente d'actifs financiers contre des unités de MPE. Il semble évident que ce système devra être utilisé si la MPE doit remplacer un jour les monnaies nationales. Mais dans la phase de transition, on peut lui faire deux objections majeures :

— Le processus d'intégration économique et politique n'est pas encore assez avancé pour que les pays concernés acceptent l'idée qu'une autorité centrale décide des types d'actifs à acheter et à vendre.

— En outre, on rencontrerait avec cette méthode d'émission les mêmes difficultés que dans le cas de l'allocation : ou bien la valeur de la MPE est fixée librement sur le marché et il n'est pas possible de lui donner une valeur prédéterminée de manière à en faire, par exemple, la meilleure des monnaies ; ou bien il y a un taux de change fixe ou administré entre la MPE et les monnaies nationales et la politique d'émission de la Banque centrale européenne serait sans doute incompatible avec les besoins des demandeurs.

En d'autres termes, de même qu'il faut choisir entre un système de changes fixes (les banques centrales déterminent le taux de change entre leur monnaie et une autre monnaie, mais ne peuvent pas déterminer la quantité de leur propre monnaie) et un système de changes flexibles (les banques centrales déterminent librement la quantité de leur propre monnaie mais pas son taux de change avec d'autres monnaies), les banques centrales ne peuvent pas déterminer à la fois et en toute indépendance la quantité de MPE et son prix par rapport à toutes les autres monnaies nationales. La loi de Gresham joue dans les cas où cette exigence n'est pas assurée, c'est-à-dire lorsque la quantité

et le prix sont tous deux déterminés de manière exogène, alors que l'un doit s'adapter à l'autre pour qu'il y ait équilibre, comme l'enseigne la théorie économique traditionnelle.

c) *Echange de monnaies nationales contre la MPE* : les banques commerciales obtiendraient la MPE soit directement de la Banque centrale européenne (ou d'une institution qui, n'étant pas à proprement parler une Banque centrale, pourrait de préférence être appelée « euro-agent »), soit par l'intermédiaire des banques centrales européennes, à un prix fixe ou, tout au moins, déterminé de manière exogène. Ainsi, l'élasticité d'offre de la MPE serait infinie et des unités de MPE seraient créées dans la mesure et dans la mesure seulement où elles seraient désirées. En sens inverse, les détenteurs d'unités de MPE pourraient librement les échanger contre n'importe quelle monnaie nationale au taux de change courant.

Ce système est certainement le seul possible, tout au moins au début. Dans ce cas, les politiques de toutes les banques centrales européennes déterminent la quantité de monnaie en Europe, celle-ci pouvant évidemment être spécifiée en n'importe quel numéraire, par exemple l'une des monnaies nationales. La part de cette masse monétaire européenne qui serait détenue sous forme de MPE serait seulement déterminée par la demande.

Les banques centrales seraient libres de décider de leur politique monétaire. Mais si, par exemple, une banque centrale permet la création d'une quantité « trop » importante de sa monnaie nationale, les individus qui détiennent cette monnaie voudront l'échanger contre la MPE, surtout s'il existe des dispositions permettant à celle-ci de conserver son pouvoir d'achat. L'« euro-agent » crée alors de la MPE en contrepartie de cette monnaie nationale excédentaire. Si la MPE s'apprécie dans le temps par rapport à une monnaie nationale, la Banque centrale qui émet cette monnaie nationale est évidemment obligée de reconstituer la valeur en termes de MPE des actifs détenus par l'euro-agent et libellés dans cette monnaie nationale, ce qui signifie que le système ne peut fonctionner qu'à condition que les banques centrales acceptent de donner une garantie de change à l'euro-agent.

C / RENDEMENT DE LA MPE

Le taux de rendement d'une monnaie en termes d'elle-même est mesuré par le taux d'intérêt payé aux individus qui détiennent cette monnaie. En termes d'un autre bien — par exemple une autre monnaie — le taux de rendement de la monnaie est égal à la somme de ce même taux d'intérêt et du taux d'appréciation (ou de dépréciation) de cette monnaie par rapport au bien qui sert de numéraire. Bien sûr, dans le second cas, le rendement anticipé est incertain puisque la variation du prix relatif entre une monnaie et l'autre bien n'est pas connue de manière certaine.

La proposition consistant à indexer la monnaie n'est pas particulièrement nouvelle, mais elle a été utilisée par exemple dans le « Manifeste » et dans le plan de J. Riboud. Elle signifie qu'un individu détenant des encaisses en monnaie indexée reçoit à chaque période un nombre d'unités de cette monnaie permettant d'en maintenir le pouvoir d'achat. Cette somme, payée par l'institution qui émet la monnaie, constitue en quelque sorte un remboursement de l'impôt d'inflation. S'il ne recevait pas ce paiement, le détenteur de monnaie devrait maintenir le pouvoir d'achat de ses encaisses en achetant de nouvelles unités de monnaie contre remise d'actifs financiers ou de produits, c'est-à-dire en payant un seigneurage.

L'indexation d'une monnaie correspond à un double objectif :

— Un objectif d'efficacité : les encaisses réelles détenues sont plus importantes quand le coût d'opportunité de la détention de monnaie est plus faible, ce qui se produit par exemple lorsque le rendement des encaisses est plus important. Or, la détention d'encaisses réelles plus importantes signifie un gain en bien-être, le détenteur de monnaie obtenant de plus grands services de liquidité. L'indexation permet donc à la monnaie de mieux jouer son rôle de réserve de valeur et elle supprime un des coûts de l'inflation.

— Un objectif de répartition, l'impôt d'inflation représentant un transfert en faveur du système bancaire remboursé par l'indexation.

L'indexation d'une monnaie nationale est facile à définir puisqu'elle signifie simplement que les institutions bancaires débitrices doivent périodiquement dédommager les détenteurs de monnaie pour la perte qu'ils ont subie du fait de la dépréciation de leurs avoirs en termes de produits, cette dépréciation étant mesurée au moyen de l'indice des prix, c'est-à-dire d'un certain « panier » de marchandises.

Les institutions bancaires augmentent donc les créances monétaires¹ des détenteurs de monnaie en proportion des pertes qu'ils ont subies du fait de la dépréciation.

L'indexation d'une MPE est plus complexe puisqu'elle doit tenir compte du niveau d'inflation moyen en Europe et qu'elle doit prendre en considération les variations de taux de change dans la mesure où elles ne reflètent pas exactement les différences de taux d'inflation entre pays à un moment donné. C'est pourquoi on doit définir la MPE indexée de la manière suivante :

$$(25) \quad E = \sum_i \frac{a_i(1 + \pi_i)}{e_i}$$

où E est le prix d'une unité de MPE (europa) en termes de la monnaie nationale prise comme numéraire, a_i est le nombre d'unités de chaque monnaie i dans le « panier de monnaies »² qui définit la MPE, π_i est le taux d'inflation du pays émetteur de la monnaie i en termes de sa propre monnaie, e_i est le taux de change de marché entre la monnaie utilisée comme numéraire et la monnaie i .

On peut voir que, plus le taux d'inflation par rapport à une certaine date de référence est élevé dans un pays, plus le nombre d'unités de monnaie de ce pays qui entre dans la définition d'une unité de MPE est important. Ceci implique que l'euro-agent (dans l'hypothèse du « Manifeste ») obtient une garantie des banques centrales nationales, d'après laquelle ses avoirs en chacune des monnaies nationales correspondent exactement et à tout moment au « panier de monnaies » qui constitue la contrepartie de ses engagements dans son bilan. Pour illustrer ce processus plus clairement prenons un exemple fictif, dans lequel la MPE est définie à partir de deux monnaies seulement, le franc et la livre. Initialement, par exemple le 1^{er} janvier 1980, une unité de MPE pourrait être définie de la manière suivante :

$$(26) \quad E = 50 \text{ F} + 25 \text{ £}.$$

1. Il y a évidemment des difficultés techniques, par exemple pour indexer les billets de banque.

2. Les coefficients a_i/e_i représentent le « poids » de chaque monnaie dans l'indice qui définit la MPE.

Si le taux de change entre le franc et la livre est à cette date de $1 \text{ £} = 2 \text{ F}$, une unité de MPE vaudra en termes de francs :

$$(27) \quad E_F = 50 \text{ F} + (2 \times 25) \text{ F} = 100 \text{ F}.$$

De toute évidence elle vaudra 50 £ à la même date¹.

Supposons tout d'abord que la MPE n'est pas indexée et que le taux d'inflation entre le 1^{er} janvier 1980 et le 1^{er} janvier 1981 est de 10 % au Royaume-Uni et de 0 % en France. Si l'on admet que la théorie de la parité du pouvoir d'achat est vérifiée à tout moment, le taux de change de la livre par rapport au franc se déprécie de 10 % et il devient par conséquent, au 1^{er} janvier 1981, $2 \text{ F} = 1,1 \text{ £}$. Si la définition de la MPE reste la même, une unité de MPE vaudra à la même date et en termes de francs, $50 \text{ F} + \left(25 \times \frac{2}{1,1}\right) \text{ F} = 95 \text{ F}$ et, en termes de livres, $25 \text{ £} + \left(50 \times \frac{1,1}{2}\right) \text{ £} = 52,5 \text{ £}$. La valeur d'une unité de MPE s'est donc dépréciée par rapport à la monnaie supposée la plus stable (le franc) et appréciée par rapport à la monnaie la moins stable (la livre). Dire que le taux d'inflation en francs est nul c'est dire que le pouvoir d'achat d'un franc est resté le même. Ainsi, si 1 kg de blé coûte 1 F le 1^{er} janvier 1980, on peut encore acheter 1 kg de blé avec 1 F un an plus tard. Cependant, si on détenait une unité non indexée de MPE, on serait seulement capable d'acheter 95 kg de blé le 1^{er} janvier 1981 avec une unité de MPE, alors qu'on pouvait en acheter 100 kg un an plus tôt. Si l'on compare maintenant la MPE à la livre, on voit que la détention de MPE préserve mieux le pouvoir d'achat que la détention de livres : dans l'exemple ci-dessus on pouvait acheter 1 kg de blé avec une demi-livre le 1^{er} janvier 1980, un an plus tard on ne peut plus acheter que 0,9 kg.

Ainsi, une monnaie composite non indexée — comme c'est le cas pour les DRS ou pour l'écu — ne permet pas de maintenir le pouvoir d'achat mieux que la « moyenne » des monnaies (la moyenne étant pondérée par l'importance relative donnée à chaque monnaie dans la définition de la monnaie composite). Elle maintient le pouvoir d'achat

1. Dans cet exemple fictif le franc et la livre ont le même « poids » dans la définition initiale de la valeur de la MPE. Il n'y a évidemment pas de raison qu'il en soit décidé ainsi dans la réalité.

mieux qu'une monnaie qui se déprécie mais pas aussi bien qu'une monnaie qui s'apprécie.

Supposons maintenant que la monnaie composite est indexée et reprenons l'exemple précédent. Si l'on a enregistré un taux d'inflation de 10 % au Royaume-Uni entre le 1^{er} janvier 1980 et le 1^{er} janvier 1981, la MPE est alors redéfinie de manière à ce que le nombre de livres entrant dans la définition de la MPE soit augmenté de 10 %. On aura donc :

$$(28) \quad E = 50 F + 25(1,1) \text{ £} = 50 F + 27,5 \text{ £}.$$

Une unité de MPE, qui valait initialement 100 F ou 50 £, vaut maintenant

$$(29) \quad E_F = 50 F + \left(27,5 \times \frac{1,1}{1,1}\right) F = 100 F$$

$$(30) \quad E_{\text{£}} = \left(50 \times \frac{1,1}{2}\right) \text{ £} + 27,5 \text{ £} = 55 \text{ £}.$$

Ainsi, avec une unité de MPE on pouvait acheter 100 kg de blé le 1^{er} janvier 1980; un an plus tard on peut échanger une unité de MPE contre 100 F ou 55 £; dans les deux cas on peut acheter le même montant de blé, à savoir 100 kg. L'indexation de la MPE maintient son pouvoir d'achat en termes de marchandises. En particulier, si toutes les monnaies incluses dans la définition de la monnaie composite se déprécient, c'est-à-dire qu'il y a de l'inflation dans tous les pays concernés, une monnaie composite non indexée se déprécie aussi, tandis qu'une monnaie composite indexée maintient son pouvoir d'achat.

On doit noter cependant que cette conclusion n'est rigoureusement vraie que dans la mesure où les variations de taux de change correspondent exactement aux écarts inflationnistes entre pays, c'est-à-dire à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. Si les taux de change varient très différemment, la détention de MPE n'implique pas nécessairement que la protection du pouvoir d'achat est parfaite. On sait bien cependant que les variations de taux de change correspondent très étroitement à la parité des pouvoirs d'achat sur une période de quelques années, de telle sorte que l'on peut affirmer que l'indexation de la MPE signifie le maintien du pouvoir d'achat à moyen terme.

Si l'on pratique une simulation pour voir comment une MPE indexée aurait fonctionné dans le passé¹, on peut voir qu'elle donne effectivement une bonne protection contre l'inflation, mais que sa variabilité à court terme vis-à-vis des monnaies nationales est très forte à cause des variations de taux de change.

D / LA VITESSE D'INTRODUCTION DE LA MONNAIE PARALLÈLE

On peut imaginer qu'une MPE serait si efficace dans sa capacité à maintenir le pouvoir d'achat que le public la désirerait fortement et qu'elle remplacerait rapidement les monnaies nationales. Certains le souhaitent peut-être, mais une telle évolution serait contraire à l'idée selon laquelle l'unification monétaire européenne doit être graduelle. Il est donc important d'essayer d'évaluer la compétitivité de la MPE².

Pour avoir une idée de la compétitivité de la MPE et de sa vitesse d'introduction éventuelle, il est nécessaire d'évaluer le gain — équivalent à un taux d'intérêt — que l'on peut obtenir au cours d'une période en détenant de la MPE plutôt qu'une monnaie nationale ou un titre libellé en monnaie nationale. Ainsi, on peut calculer la variation en pourcentage de la valeur de la MPE entre le mois k de l'année m et le même mois de l'année suivante $m + 1$ en termes de la monnaie i . Le taux de variation de la valeur de la MPE en termes de francs, par exemple, entre (k, m) et $(k, m + 1)$ correspond au taux d'intérêt qui serait nécessaire pour qu'un individu n'ait aucune préférence soit pour la MPE, soit pour des titres libellés en francs, sous l'hypothèse de prévision parfaite.

La figure 8 donne les résultats des calculs indiqués ci-dessus pour la période 1967-1975. Le point de la courbe I correspondant par exemple à janvier 1970 représente le taux d'intérêt qu'il aurait fallu payer sur un dépôt libellé en francs et détenu de janvier 1970 à janvier 1971 pour qu'un avoir en francs soit concurrentiel avec la MPE.

Le taux d'intérêt sur les obligations françaises (courbe II) représente le rendement que l'on pouvait obtenir sur un investissement à un an libellé en francs. En prenant la différence entre le rendement moyen sur les obligations et celui d'un investissement liquide en MPE, on peut évaluer ce qu'aurait dû être le taux d'intérêt sur un investis-

1. Cf. Rapport OPTICA 1976, *op. cit.*

2. Le texte ci-après est adapté du chapitre III du rapport OPTICA 1976.



FIG. 8

sement liquide en MPE pour que la MPE offre un rendement égal à celui d'un investissement en obligations libellées en francs.

La figure 8 montre que le rendement annuel potentiel de la MPE est très variable. A un moment, en 1973, la MPE aurait offert un rendement annuel absolument sans concurrence de plus de 20 %. Cependant, il arrive souvent aussi que son rendement soit inférieur au taux d'intérêt sur les obligations françaises. Evidemment si un taux d'intérêt était payé sur des obligations en MPE il en irait différemment.

Par ailleurs il est également évident que, si elle existait, la MPE aurait un taux de change à terme qui garantirait sa compétitivité

par rapport aux investissements en monnaie nationale et qui amortirait les fluctuations de sa valeur par rapport aux monnaies nationales. Cela réduirait le risque de la détention de MPE.

On ne peut pas tirer de leçons définitives au sujet du fonctionnement d'une MPE à partir de ces simulations. En effet, elles couvrent seulement une période spécifique, utilisent des méthodes de calculs spécifiques et analysent seulement les relations entre la MPE et le franc français. Les simulations montrent qu'une MPE complètement indexée offre une bonne protection contre l'inflation. Son appréciation par rapport au franc français correspond étroitement au taux d'inflation enregistré en France à la même époque, ce qui vérifie indirectement la théorie de la parité des pouvoirs d'achat.

Une étude comparative du taux d'intérêt à court terme et de la prime à un an offerte par la MPE révèle que, par rapport aux investissements à court terme en monnaie nationale (tout au moins en francs français), la MPE est moins attirante qu'on aurait pu l'imaginer. En outre, la variabilité du rendement signifie que la détention de MPE n'exclut pas le risque à court terme. En fait le risque est même plus important que celui qui est impliqué par la détention d'actifs libellés en monnaie nationale.

On ne doit cependant pas aboutir trop rapidement à la conclusion que la MPE constituerait un actif de réserve inadapté simplement parce que sa valeur en termes de monnaie nationale est fluctuante. En fait, on a déjà souligné que, si la MPE était introduite, il existerait un marché à terme qui amortirait les fluctuations de valeur. En outre, la variabilité de la MPE en termes d'une monnaie nationale donnée n'a de portée que dans la mesure où son détenteur est essentiellement prêteur ou emprunteur en monnaie nationale. Mais si, à une date quelconque dans le futur, la MPE devait largement supplanter les monnaies nationales, tout contractant serait essentiellement prêteur ou emprunteur en MPE, de telle sorte que la stabilité du pouvoir d'achat de la MPE serait pleinement garantie. A ce stade, c'est la valeur des monnaies nationales qui fluctuerait par rapport à la MPE et qui aurait, par conséquent, un plus haut niveau de risque. Ainsi, les variations de valeur de la MPE en termes de monnaie nationale ne devraient pas être utilisées comme une critique à l'égard du rôle de réserve de valeur de la MPE, mais simplement comme un argument pour ceux qui pensent que la MPE devrait être « subventionnée » pendant sa période

de démarrage de manière à faciliter son acceptation par le public.

Les simulations du type de celle qui vient d'être rappelée aident à résoudre quelque peu le problème de la vitesse à laquelle la MPE remplacerait les monnaies nationales, puisqu'elles donnent une idée du gain potentiel que les détenteurs de cette monnaie pourraient obtenir par rapport aux détenteurs d'autres monnaies ou de titres libellés en d'autres monnaies.

a) *La compétitivité de titres en MPE.* — Les craintes concernant l'émission de titres libellés en MPE paraissent exagérées. Les autorités monétaires semblent en effet penser que les avantages de la MPE, surtout si elle est totalement indexée, seraient tels que les contrats de prêt en monnaies nationales disparaîtraient rapidement. D'autres pensent au contraire que l'indexation étant très coûteuse pour les emprunteurs, elle exercerait un effet dissuasif.

En fait, tout dépend de la mesure dans laquelle le taux d'intérêt nominal s'ajuste dans chaque pays au taux d'inflation national. S'il y a ajustement parfait et si les taux de change, conformément à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, correspondent exactement aux différentiels de taux d'inflation entre pays, une MPE complètement indexée n'est ni meilleure pour un prêteur ni plus coûteuse pour un emprunteur qu'une obligation libellée en monnaie nationale et portant un intérêt plus élevé d'un montant égal au taux d'inflation. On peut d'ailleurs ajouter que, dans les cas où le taux d'inflation ne peut pas être correctement anticipé, ce qui est fréquent, le taux d'intérêt nominal peut être la somme du taux d'intérêt réel, du taux d'inflation anticipé et d'une prime de risque. Ainsi, un emprunteur qui n'aime pas le risque préférera payer un taux d'intérêt réel de 4 % sur un titre libellé en MPE quand la valeur réelle de son engagement est certaine qu'un taux d'intérêt nominal de 16 % sur un titre en monnaie nationale lorsque le taux d'inflation anticipé est de 12 %. Il en est ainsi parce qu'il y a toujours un risque que le taux d'inflation réalisé ne soit pas de 12 %. Mais les simulations montrent que le rendement *moyen* d'une MPE pleinement indexée n'est pas très différent du taux d'intérêt nominal sur des obligations libellées en francs avec un grand nombre d'écarts de part et d'autre de ce rendement moyen.

b) *Concurrence entre les monnaies nationales et la MPE.* — C'est dans ce domaine que la concurrence serait probablement la plus sévère dans

la mesure où les dépôts à vue en monnaies nationales ne portent généralement pas intérêt. En fait, les facteurs de concurrence peuvent favoriser aussi bien la MPE que les monnaies nationales pour les raisons suivantes :

— Pendant sa phase de lancement, la MPE sera handicapée par des externalités. Aussi longtemps que la MPE sera utilisée par un petit nombre de gens, sa détention sera coûteuse à cause des coûts de transaction. Autrement dit, pour l'utiliser il faudra la transformer en d'autres monnaies. Par la suite, il y aura un « effet de boule de neige », car la MPE étant de plus en plus utilisée dans les transactions intra-européennes ou même nationales, elle s'avérera de plus en plus utile et sera donc plus demandée. Ses progrès à ce stade — et même l'élimination de la monnaie nationale — pourraient être alors rapides.

— Le fait que pendant la période de démarrage tous les prix doivent être exprimés à la fois en monnaie nationale et en MPE ou, tout au moins, que des calculs soient nécessaires pour convertir la monnaie nationale en MPE constituera un obstacle supplémentaire à l'introduction de la MPE. Il est cependant concevable que les échangistes réalisent progressivement qu'il est plus simple de fixer les prix en MPE puisqu'ils pourront faire ainsi des calculs en termes réels sans avoir à se préoccuper de l'inflation.

— Ceux qui craignent que la MPE supprime trop rapidement les monnaies nationales peuvent aussi être rassurés par l'argument suivant. Les premiers à utiliser la MPE seront probablement les individus dont les anticipations inflationnistes sont les plus élevées. Dans certains cas et dans certains pays les autorités monétaires répugnent à combattre les effets de ces anticipations inflationnistes par une politique monétaire restrictive et elles ratifient par conséquent ces anticipations au moyen d'une politique d'offre de monnaie très élastique. Le fait que les individus dont les anticipations sont les plus inflationnistes se tournent vers la MPE allégera la pression qui s'exerce ainsi sur les autorités monétaires. La concurrence de la MPE inciterait les autorités monétaires à ralentir la croissance de la masse monétaire nationale.

— Il est également important de souligner que la MPE implique un élément de risque non négligeable puisque son taux de change peut fluctuer dans le court terme et même le moyen terme. Le problème serait très différent si l'on discutait de la concurrence entre une

monnaie nationale indexée et une monnaie nationale non indexée. Il est évident que la première serait immédiatement préférée par tout le monde puisque son utilisation n'exige ni coûts d'information ni risque. Il n'en va pas de même pour la MPE. Tandis que la MPE offre une garantie de constance de pouvoir d'achat satisfaisante dans le moyen ou le long terme, il n'en est pas nécessairement de même dans le court terme. Supposons, par exemple, qu'un Allemand ait des engagements libellés en Deutsche Mark et des avoirs libellés en MPE. Il se peut que le jour où il doit honorer ses engagements le taux de change du Deutsche Mark par rapport à la MPE soit tel qu'il reçoive moins de Deutsche Mark qu'il n'en aurait s'il avait gardé ses avoirs en Deutsche Mark. Il est peu probable que cela arrive avec une MPE totalement indexée. Cependant, la valeur de la MPE en termes, par exemple, de Deutsche Mark peut très bien baisser occasionnellement d'un mois à un autre, même si elle augmente continuellement sur le long terme.

c) *Une autre stratégie pour la MPE ?* — En dépit des réserves exprimées ci-dessus, la MPE serait probablement une monnaie très compétitive, surtout si elle est pleinement indexée. Il est cependant difficile de dire avec précision combien il faudrait de temps pour qu'elle gagne une acceptabilité parfaite, puisque cela dépend du rôle joué par des facteurs externes : les taux d'inflation des différents pays, le taux d'intérêt payé sur des titres libellés en MPE, les anticipations des échangistes au sujet des variations de valeur de la MPE par rapport à leurs monnaies nationales. La prise en considération de ces différents facteurs conduit certaines personnes à craindre — ou à espérer — que la MPE serait introduite très rapidement ou, au contraire, très lentement. Pour certains pays la situation est claire : la MPE gagnerait probablement un degré d'acceptation élevé là où les taux d'inflation sont importants (par exemple de l'ordre de 20 %). Qui plus est, la vitesse d'introduction serait accélérée par les économies externes. Dans les pays où le taux d'inflation est faible, la MPE progresserait probablement peu au début.

Dans la mesure où l'on voudrait s'assurer que la MPE ne serait pas introduite trop rapidement, on pourrait introduire des arrangements dans le système. Ainsi, les autorités nationales ou communautaires pourraient décider que la MPE *pourrait* ou *devrait* être utilisée pour

telle ou telle transaction spécifique. Si toute une série de mesures de précaution de ce type (ou, en sens inverse, de mesures de promotion) étaient prises, il serait peut-être plus facile de défendre la MPE pleinement indexée. L'avantage de l'indexation tient à ce que la création d'une MPE serait une « occasion historique ». Si l'indexation totale qui, à nos yeux, constitue à la fois une mesure d'efficacité et de justice, n'était pas adoptée d'emblée, il serait plus difficile de l'introduire ultérieurement. On peut cependant faire le nécessaire pour empêcher que la MPE totalement indexée ne fasse disparaître les monnaies nationales trop rapidement et sa vitesse d'introduction peut être maîtrisée dans une certaine mesure par les autorités nationales ou communautaires. Une telle stratégie serait en harmonie avec la thèse de l'intégration à vitesses différentes selon les pays.

Par rapport aux approches par la cartellisation, la présente approche présente une caractéristique précieuse, à savoir d'être graduelle. La vitesse d'introduction de la nouvelle monnaie dépend essentiellement de sa désirabilité, il n'y a en tout cas aucun saut qualitatif d'un système à un autre. Cette approche est par ailleurs compatible avec n'importe quel régime de change, n'importe quelle organisation des taux de change dans la Communauté, elle n'implique pas la fixité des taux de change.

Il est évident que cette approche n'a rien à voir avec les propositions récentes consistant à donner un rôle plus important à l'unité de compte européenne, l'écu. En effet, ainsi qu'on l'a vu :

— L'unité de compte européenne est un panier de monnaies, comme la monnaie parallèle, mais elle n'est pas indexée.

— L'extension de son usage ne concernerait que les autorités monétaires et pas les agents économiques, qui sont pourtant les principaux intéressés.

— L'unité de compte européenne constitue une simple manière de libeller des créances et non une nouvelle monnaie.

1971 : UNE PSEUDO-CRISE

Il peut paraître surprenant de porter autant d'attention que nous le faisons dans les pages qui suivent à un épisode particulier de l'histoire monétaire, à savoir les événements de l'année 1971. En effet, même s'ils sont encore présents dans beaucoup de mémoires, ils n'en sont pas moins déjà un peu anciens et on pourrait estimer préférable d'examiner en détail des événements plus récents. Notre justification est en fait double :

— L'examen des événements de l'année 1971 correspond au souci d'appliquer les concepts présentés précédemment à des faits concrets et à montrer comment la théorie économique permet de mieux comprendre ces faits. Nous expliquerons pourquoi ce que l'on a appelé la « crise monétaire » de 1971 ne méritait pas l'intérêt démesuré qu'on lui a porté à l'époque. Elle n'en a pas moins été l'aboutissement logique d'une période où les politiques monétaires et les politiques de change ont été incohérentes parce que les autorités qui les décidaient ne comprenaient pas la logique profonde des systèmes monétaires où leurs pays se trouvaient. Le présent chapitre n'a donc pas pour objet de relater des événements, ce qui serait ennuyeux et peu utile, mais simplement de donner un exemple de la manière dont on peut utiliser la théorie monétaire internationale pour comprendre un épisode particulier de l'histoire ou de l'actualité monétaire. Bien entendu, un même type d'exercice aurait pu être pratiqué à partir d'autres événements et nous avons choisi ceux de 1971 simplement

parce qu'ils nous semblaient particulièrement intéressants à étudier.

— La deuxième raison de ce choix tient à ce que les événements de l'année 1971 apportent une illustration empirique particulièrement frappante d'une idée qui sous-tend l'ensemble du présent ouvrage. Nous verrons en effet qu'aucune autorité monétaire ne peut aller à l'encontre des lois économiques, nous verrons que les systèmes monétaires discrétionnaires, si prisés au ^{xx}e siècle, n'aboutissent qu'à des impasses et qu'il existe une contradiction étonnante entre, d'une part, la prétention des autorités nationales à gérer les systèmes bancaires et, d'autre part, leur ignorance, bien souvent totale, des mécanismes monétaires.

Le 15 août 1971 le président des Etats-Unis, Richard Nixon, annonça que les Etats-Unis ne maintiendraient désormais plus la convertibilité du dollar en or. Cette décision donna le signal de l'une des « crises monétaires mondiales » les plus marquantes des années récentes. Nous pensons, ainsi que nous le montrons dans les pages qui suivent, que l'importance de cette décision a été très surestimée et que, par conséquent, la « crise monétaire » qui s'ensuivit fut en grande partie artificielle.

Nous étudierons successivement les causes de la « crise » et les opinions qui se sont exprimées à son sujet.

1 — Les causes de la « crise monétaire » de 1971

L'analyse qui a été faite précédemment permettra, semble-t-il, de comprendre facilement les véritables raisons de la crise monétaire de 1971. Jusqu'à la deuxième moitié des années soixante le fonctionnement du système — qu'on l'interprète comme un système de GES ou comme un système d'étalon-dollar — a été acceptable pour la plupart des autorités monétaires. En effet, le taux d'inflation des Etats-Unis étant faible, l'accumulation de dollars, aussi bien par les banques centrales que par le secteur privé, ne posait pas de problème, puisque les dollars constituaient de meilleures réserves de pouvoir d'achat que la plupart des autres monnaies. Il y avait donc *coïncidence entre la fonction de monnaie d'intervention du dollar et son haut degré de liquidité*. Il n'en a plus été de même lorsque les Etats-Unis ont commencé à connaître un taux d'inflation plus élevé. *L'accélération de l'inflation aux Etats-Unis est la cause profonde de la « crise monétaire ».*

A / L'INFLATION AMÉRICAINE CAUSE PROFONDE DE LA CRISE

Il est assez curieux de constater qu'il a assez rarement été souligné en 1971 que la cause profonde de la « crise monétaire » était l'accélération de l'inflation américaine. A notre connaissance Karl Schiller, ministre des Affaires économiques et des Finances de la République fédérale allemande, a été à peu près l'un des seuls à le souligner. L'inflation américaine ne pouvait que se transmettre au reste du monde en régime d'étalon-dollar, ainsi qu'il a été expliqué précédemment (chap. 4). On trouve une application particulièrement significative de cette analyse en examinant le cas de l'Allemagne¹.

Ce pays a essayé de maintenir des taux d'inflation modérés : on voit, dans le tableau I (p. 74) qu'en 1967 le taux de croissance de l'indice des prix du PNB a été de 1,1 % en Allemagne, alors qu'il était de 3,2 % aux Etats-Unis, en 1968 de 1,6 % en Allemagne et de 4,0 % aux Etats-Unis, en 1969 de 3,5 % en Allemagne et de 4,8 % aux Etats-Unis. Mais en 1970, il passait à 7,4 % en Allemagne et dépassait donc le taux américain qui était alors de 5,5 %. L'inflation, d'abord contenue, a ensuite débordé. Pour limiter l'extension de l'inflation transmise par les Etats-Unis, l'Allemagne a voulu mener une politique monétaire restrictive.

Les autorités allemandes ont en effet essayé de pratiquer une politique de neutralisation des influences extérieures. Une étude² montre que 80 % de la variance des variations trimestrielles de la quantité de monnaie provenaient des variations de la base monétaire dans la période 1960-1970, mais que les autorités monétaires sont arrivées à compenser 85 % des variations des réserves officielles par des variations en sens inverse des autres composantes de la base monétaire, c'est-à-dire des créances nationales, sur l'Etat ou le secteur privé, détenues par la Banque centrale. Ainsi, l'effet potentiel d'une entrée de devises sur la masse monétaire nationale a été élevé, mais la politique de compensation a été possible au cours de cette période. Ceci n'est pas trop étonnant, si l'on se reporte à nouveau au tableau I (p. 74) : on constate qu'au cours de la période 1960-1970, le taux d'inflation de l'Allemagne a été très peu différent du taux d'inflation

1. On pourrait analyser la situation du Japon d'une manière assez semblable.

2. M. WILLMS, « Controlling Money in an Open Economy : The German Case », *Review*, Federal Reserve Bank of Saint-Louis, avril 1967, pp. 10-27.

américain (respectivement 3,5 % et 2,7 % par an en moyenne)¹. Ceci signifie que, *sur le long terme*, l'Allemagne a supporté un taux d'inflation compatible, en régime de changes fixes, avec celui des Etats-Unis; la politique de compensation a consisté uniquement à éviter la transmission à *court terme* des impulsions extérieures, c'est-à-dire les variations momentanées, en plus ou en moins, de la création monétaire dues aux variations du solde de la balance des paiements.

Mais cette politique est évidemment incapable d'éviter la transmission des influences extérieures lorsque les divergences de taux d'inflation sont trop importantes et/ou trop durables.

Il devient donc de moins en moins facile pour la Banque centrale de pratiquer une politique de neutralisation. De plus, les spéculateurs, prévoyant la possibilité d'une réévaluation du taux de change, augmentent les entrées de capitaux. La seule solution consiste en un changement de la parité de la monnaie, soit au moyen d'une réévaluation, soit par l'instauration de taux de change flottants, étant bien entendu que dans ce dernier cas les forces du marché ne peuvent que pousser la monnaie vers le haut. L'Allemagne s'est trouvée dans cette situation et c'est pourquoi elle a laissé flotter sa monnaie à partir de mai 1971.

C'est à tort que l'on incrimine les mouvements de capitaux : ils ne font que s'adapter aux conditions sous-jacentes existantes et ils remplissent une fonction essentielle d'allocation des ressources entre pays; si les mouvements de capitaux paraissent non désirables c'est parce que, par exemple, certains pays ont choisi des niveaux de taux d'intérêt et/ou de taux de change incompatibles avec ceux des autres pays et leurs propres objectifs.

S'il existe des déséquilibres, des mouvements de capitaux non désirés par les autorités, un taux d'inflation trop élevé, c'est parce que des politiques adéquates n'ont pas été adoptées ou parce que les règles du jeu ne sont pas cohérentes ou n'ont pas été respectées. Du point de vue des règles du jeu nous avons déjà dit que celles de l'étalon-dollar étaient cohérentes. Elles impliquaient que les Etats-Unis s'abstiennent de toute politique dite d'équilibre extérieur, tandis que l'Allemagne aurait dû accepter soit plus d'inflation soit, une rééva-

1. Cependant le Deutsche Mark a été réévalué de 12,5 % par rapport au dollar entre 1960 et 1970.

uation du Deutsche Mark. Malheureusement, c'est seulement lorsqu'elle s'est résolue à agir ainsi, en acceptant le flottement de sa monnaie, qu'elle a été critiquée. L'affirmation du principe de fixité des taux de change était incompatible avec l'existence *de fait* d'un étalon-dollar, l'inflation américaine et le refus des autorités allemandes d'importer cette inflation. C'est là que réside le nœud de la question.

B / LE DOLLAR INNOCENT ?

L'impression a prévalu en 1971 que le monde était inondé de dollars. Pour apprécier ce qu'il en fut exactement et essayer de trouver une explication des phénomènes de cette époque, une analyse des statistiques est évidemment importante. Le tableau II regroupe les chiffres qui nous paraissent indispensables, pour la période 1966-1972.

Le choix de l'année de départ de ces statistiques peut évidemment être contesté. Mais l'année 1966 peut être considérée comme l'année de départ de l'inflation américaine. Par ailleurs, ainsi qu'on le verra, la période retenue permet d'avoir un critère de comparaison commode entre les séries statistiques (doublement du commerce international).

Il ressort de ce tableau que plusieurs phénomènes se sont juxtaposés et qu'il est un peu « simpliste » de parler, sans autre qualification, d'un excès de dollars. Nous allons étudier ces divers phénomènes l'un après l'autre.

a) *L'évolution des réserves totales.* — Etant donné le rôle très particulier des Etats-Unis dans le système monétaire international, il nous a paru préférable d'étudier uniquement l'évolution des réserves des autres pays. En effet, dans la mesure tout au moins où l'on se trouve en régime d'étalon-dollar, les Etats-Unis n'ont pas de problème de financement de leurs déficits de balance des paiements, et les besoins de réserves n'existent que pour les autres pays. On constate sur le tableau II (ligne 1) qu'entre la fin de 1966 et la fin de 1971 les réserves totales des pays autres que les Etats-Unis ont pratiquement doublé.

La plus grande partie de cet accroissement a eu lieu dans les années 1970 et 1971, alors que le montant des réserves avait été presque constant de la fin de 1966 à la fin de 1969. Il est d'ailleurs caractéristique que la création des DRS (droits de tirage spéciaux) ait été décidée au cours de cette première sous-période où la croissance

TABLEAU II. — *Evolution des réserves, 1966-1972*

	1966	1967	1968	1969	1970	1971				1972			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Réserves totales (monde sauf Etats-Unis)	58	59	61	61	79	85	91	106	117	125	134	140	144
1 a) dont réserves en devises	24	27	28	29	44	49	55	69	78	83	91	97	102
2. Engagements des Etats-Unis dont envers (1)	31	36	38	46	47	49	55	64	68	71	74	80	83
2 a) Banques centrales et gouvernements étrangers	15	18	17	16	24	28	34	45	51	54	55	60	62
2 b) Autres banques et étrangers	14	16	19	28	22	19	19	17	15	16	18	18	20
3. Commerce mondial : Importations cif (monde sauf Etats-Unis)	165	174	190	219	252	282				326			
4. Indice des prix des importations (1963 = 100) (pays développés) (2)	105	105	104	106	112	115	116	119	121	125	127	128	128

(1) Les lignes 2 a) et 2 b) ne représentent pas tous les postes composant la ligne 2.

(2) Indice des Nations Unies (cet indice compte les Etats-Unis).

Source : Fonds monétaire international, *International Financial Statistics*. Chiffres de fin de période pour les réserves. Tous les chiffres sont arrondis au milliard.

des liquidités internationales officielles était très faible et où il apparaissait par conséquent qu'il pouvait y avoir une « insuffisance »¹ de moyens de paiement et qu'il fallait « compléter » les moyens existants par d'autres moyens créés *ex nihilo* à l'échelle internationale.

Il est évidemment difficile d'apprécier si le doublement des liquidités internationales en cinq ans constitue un taux trop élevé ou « normal ».

Pour en juger en première approximation, on peut comparer le montant des réserves totales au niveau du commerce mondial. On peut considérer cette comparaison comme un « indicateur » du caractère plus ou moins excessif de la croissance des réserves².

On voit, d'après la ligne 3 du tableau II, que les importations des pays autres que les Etats-Unis ont doublé entre 1966 et 1972 et presque doublé entre 1966 et 1971. Il apparaît que les réserves internationales ont augmenté à un taux légèrement supérieur à celui du commerce international dans la période 1966-1971. Il n'est donc peut-être pas justifié de parler d'excès de liquidités internationales à la fin de cette période, leur croissance au cours des années 1970-1971 et en 1972 constituant une sorte de « rattrapage » de la croissance « trop » faible des années antérieures.

Cette conclusion est renforcée si l'on pratique les mêmes comparaisons sur une période plus longue. Le tableau III retrace l'évolution du rapport réserves/importations des pays industriels de 1948 à 1972 (les Etats-Unis sont inclus dans ce tableau, à la différence du tableau II). On remarque que les rapports des années 1966 à 1970 ont été *les plus bas* de tout l'après-guerre, mais aussi et surtout que cela est également vrai des années 1971 et 1972, années que l'on considère généralement comme des années de sur-liquidité. Or il ne faudrait pas oublier que

1. En fait, nous savons bien que l'expression « insuffisance de liquidités internationales » est impropre puisque la logique d'un système de changes fixes implique qu'on ajuste la masse monétaire nationale au niveau des réserves en devises (ou en or) de la Banque centrale. Il faudrait donc parler d'excès de création monétaire *nationale* au lieu de parler d'insuffisance de liquidités *internationales*.

2. En fait, si l'on considère que la fonction essentielle des réserves est une fonction de transaction, il ne faudrait pas tenir compte seulement des échanges commerciaux, mais aussi des mouvements de capitaux et calculer, par exemple, le rapport réserves / (importations + sorties de capitaux). Etant donné que la croissance des mouvements de capitaux a été plus grande que la croissance des mouvements de marchandises au cours des années en question, l'accroissement des réserves et de leurs diverses composantes apparaîtrait comme encore moins important.

TABLEAU III. — *Rapport réserves/importations (pays industriels)*

1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956
0,97	0,99	0,97	0,71	0,76	0,78	0,78	0,70	0,65
1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
0,61	0,69	0,62	0,59	0,59	0,55	0,52	0,47	0,45
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972		
0,41	0,39	0,35	0,30	0,31	0,41	0,38		

Source : Fonds monétaire international, *International Financial Statistics*, 1972, supplément et autres.

les pays industriels disposaient de deux fois et demie moins de réserves réelles en 1972 qu'en 1948¹.

On constate que le rapport des réserves aux importations était égal à 0,97 en 1948 (cf. tableau III), alors qu'il était devenu égal à 0,41 en 1971 ; en 1972 il était de 0,38. C'est le passage brutal d'un coefficient de 0,31 en 1970 à 0,41 en 1971 qui a donné l'impression d'un excès de liquidités internationales.

C / LA PLACE DES DOLLARS ET DES EURO-DOLLARS

Le doublement du commerce international entre 1966 et 1971 servira de critère commode pour évaluer le caractère plus ou moins exceptionnel des phénomènes enregistrés au cours de cette période. Si l'on examine la ligne 1 a) du tableau II, on constate que les réserves en devises, c'est-à-dire en dollars pour la presque totalité, ont quadruplé au cours de cette même période. Etant donné que la croissance des réserves totales a été à peu près parallèle à celle du commerce international, ce fait signifie que les autres composantes des liquidités internationales — or, tirages inconditionnels sur le Fonds monétaire international, DTS — ont progressé à un rythme inférieur à la moyenne. Autrement dit, la croissance des encaisses-dollars a été

1. Il faut cependant tenir compte du fait que les Etats-Unis détenaient d'importantes réserves d'or en 1948 (en régime d'étalon-dollar-or), alors que leurs réserves étaient devenues relativement faibles en 1972 puisqu'on était passé à un régime d'étalon-dollar.

certaines très importante pendant cette période, mais elle a joué dans une certaine mesure une fonction de suppléance. En d'autres termes, on peut dire que, dans la mesure où les composantes traditionnelles de la liquidité internationale ont peu augmenté par rapport à la croissance (excessive) des masses monétaires nationales, les demandeurs officiels de liquidités se sont procuré les liquidités internationales qui leur étaient nécessaires, compte tenu de la croissance en valeur des échanges internationaux, en accumulant des dollars.

Il apparaît, par ailleurs, une différence importante entre la ligne 1 a) et la ligne 2 a), c'est-à-dire entre les réserves en devises des banques centrales et des gouvernements et les engagements (en dollars) des Etats-Unis envers ces mêmes agents. Une partie est explicable par l'existence d'encaisses-sterling, une autre partie par les divergences de méthodes d'enregistrement, une dernière partie par les dépôts des banques centrales en euro-monnaies. En effet, il se peut par exemple que les réserves en dollars d'une Banque centrale non américaine ne correspondent pas à un engagement d'une banque américaine ou du Fed, mais à un engagement d'une banque non américaine, c'est-à-dire d'une euro-banque.

Bien sûr, les dépôts en question ne sont pas nécessairement des dépôts en dollars, ils peuvent être des dépôts en sterlings hors du Royaume-Uni, des dépôts en Deutsche Marks hors de l'Allemagne, etc., Mais il est raisonnable de considérer que la majeure partie consiste en dépôts en euro-dollars.

Le tableau IV donne une évaluation de ces diverses sources de réserves en devises des banques centrales et des gouvernements; la ligne « différence » peut être assimilée aux dépôts en euro-dollars des banques centrales et des gouvernements, aux erreurs d'enregistrement près.

Ainsi, l'accumulation de réserves en dollars des banques centrales s'est faite de manière croissante sous forme d'avoirs auprès de banques commerciales non américaines au lieu de consister en dépôts auprès du système bancaire américain.

La constitution d'un dépôt auprès du système bancaire américain par un agent économique non américain se traduit par ce que l'on appelle un déficit de la balance des paiements américaine : il s'agit d'un déficit sur la base des règlements officiels si l'agent économique non américain est une banque centrale ou une autorité, c'est un déficit

TABLEAU IV. — *Contreparties des réserves en devises
des banques centrales et gouvernements (1966-1972)*
(Milliards de dollars)

	1966	1967	1968	1969	1970
Engagements des Etats-Unis ⁽¹⁾	15	18	17	16	24
Engagements du Royaume-Uni	8	8	10	9	7
Différence ⁽²⁾	3	3	5	8	14

	1971				1972			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Engagements des Etats-Unis ⁽¹⁾	28	34	45	51	54	55	60	62
Engagements du Royaume-Uni	6	7	7	8	8	11	8	9
Différence ⁽²⁾	15	15	17	19	21	26	30	31

⁽¹⁾ Cf. ligne 2 a) du tableau II.

⁽²⁾ Il s'agit de la différence entre la ligne 1 a) du tableau II et la somme des deux premières lignes du présent tableau. Les chiffres ayant été arrondis, les différences peuvent parfois sembler ne pas tomber tout à fait juste.

Source : Fonds monétaire international, *International Financial Statistics*.

sur la base des liquidités si le type d'agent n'est pas précisé. Le fait qu'une partie des avoirs en dollars des banques centrales ait été constituée de dépôts auprès du système euro-dollar diminuait d'autant le déficit de la balance des paiements américaine sur la base des règlements officiels et probablement sur la base des liquidités.

D / LA RÉPARTITION DES DOLLARS ENTRE SECTEURS

L'accumulation de dollars par les banques centrales à la suite de leurs opérations d'intervention sur le marché des changes¹ a été le phénomène le mieux perçu au cours des années 1970-1972 et c'est lui qui a conduit à parler d'un excès de dollars dans le monde. Effectivement, si l'on se reporte à nouveau aux lignes 1 a) et 2 a) du tableau II, on constate un accroissement considérable de ces avoirs.

Or, une partie de cette accumulation provenait d'un simple trans-

1. On parlait, en l'occurrence, de « soutien du dollar »; une expression de ce genre devrait être évitée, car elle évoque l'idée d'une aide apportée au dollar et aux Etats-Unis, alors qu'il s'agit uniquement d'une technique, l'intervention, librement acceptée et liée à l'adoption de taux de changes fixes en régime d'étalon-dollar.

fert de dollars du secteur privé aux banques centrales : ainsi, les engagements totaux des Etats-Unis envers l'étranger ont un peu plus que doublé de la fin de 1966 à la fin de 1971 (ligne 2 du tableau II), mais leurs engagements envers les seules banques centrales ont plus que triplé (ligne 2 a)) et l'on constate que leurs engagements envers le secteur privé ont diminué de la fin de 1969 à la fin de 1971 (ligne 2 b)).

La diminution des engagements des Etats-Unis envers le secteur privé étranger signifie bien une diminution des créances sur le système bancaire américain détenues par le secteur privé étranger, mais il ne signifie pas nécessairement une diminution des créances en dollars totales détenues par ce même secteur. En effet, il dispose également de dépôts en dollars auprès de banques non américaines, c'est-à-dire d'euro-dollars.

On sait que ce marché est en croissance rapide continue, mais les données statistiques sont difficiles à obtenir de manière précise. Le tableau V fournit les évaluations effectuées par la Banque des Règlements internationaux pour les banques de huit pays européens qui lui communiquent des informations. On constate que les engagements en dollars de ces banques ont été multipliés de près de cinq fois de la fin de 1966 à la fin de 1971. Mais ces chiffres correspondent à des dépôts en dollars appartenant à des agents économiques américains, à des banques centrales non américaines et au secteur privé non américain. Malheureusement, on ne dispose pas des statistiques permettant de savoir quelle est la part du secteur privé non américain. Il n'est donc pas possible de préciser si celui-ci a diminué l'ensemble de ses avoirs en dollars ou seulement ses avoirs auprès du système bancaire américain (ligne 2 b) du tableau II).

TABLEAU V. — *Engagements en dollars des banques de huit pays européens* ⁽¹⁾
(Milliards de dollars)

1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
15	18	27	46	59	71	97

⁽¹⁾ Allemagne fédérale, Belgique-Luxembourg, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse (et BRI).

Source : Banque des règlements internationaux, *Rapport annuel*, diverses années. Chiffres de fin de période.

Il est intéressant de noter que l'évolution des euro-dollars sur la période 1969-1972 est à peu près identique à celle des engagements des Etats-Unis (tableau II, ligne 2) : la valeur des deux séries est la même en 1969, celle des euro-dollars est à peu près identique en 1971, un peu plus importante en 1972. Cette croissance correspond à la croissance des dépôts des banques centrales non américaines, déjà notée, mais aussi à la croissance des dépôts du secteur privé (américain et non américain). On peut considérer comme raisonnable de supposer que la part du secteur privé américain a augmenté plus que la part du secteur privé non américain ; on voit mal, en effet, pourquoi ce dernier aurait *diminué* ses dépôts en dollars auprès du système bancaire américain et accru considérablement ses avoirs en dollars auprès du système bancaire euro-dollar¹.

On peut donc faire l'hypothèse qu'une partie de l'augmentation des avoirs en dollars des banques centrales correspond à la diminution des avoirs en dollars du secteur privé, de telle sorte que le total des réserves détenues à l'extérieur des Etats-Unis, par le secteur public et par le secteur privé, n'aurait pas augmenté autant que le laisse apparaître l'examen des seules statistiques de réserves officielles. Or, le transfert de liquidités internationales du secteur privé vers le secteur public se traduit pas un excès de liquidités, mais reflète plutôt l'éventuelle inadaptation des politiques économiques de certains pays, ainsi que nous l'expliquons ci-après.

E / LA RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES DOLLARS

La masse de dollars — et d'euro-dollars — qui s'est répandue dans le monde dans les années 1970-1972 n'a pas été également répartie. Deux pays en ont accumulé proportionnellement plus que les autres : l'Allemagne de l'Ouest et le Japon. Le tableau VI indique l'évolution de leurs réserves de devises pour les mêmes années que les tableaux précédents.

Entre 1966 et 1971 les réserves officielles de devises des pays non américains ont augmenté de 54 milliards de dollars, celles de l'Allemagne et du Japon de 24 milliards, soit près de la moitié. Pour la période 1969-1971 les chiffres sont, respectivement, de 49 et 21 mil-

1. D'autant plus que le taux d'intérêt sur l'euro-dollar était supérieur de trois points au taux d'intérêt sur le marché américain en 1969. L'écart n'était plus que de deux points en 1970 et 1971 (cf. tableau VIII).

TABLEAU VI. — *Evolution des réserves de devises de certains pays* ⁽¹⁾
(1966-1972)
(Milliards de dollars)

	1966	1967	1968	1969	1970
Allemagne	2	3	4	3	8
Japon	1	1	2	3	3
Total	3	4	6	6	11

	1971				1972			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Allemagne	10	11	11	13	14	17	18	17
Japon	4	6	12	14	15	14	15	16
Total	14	17	23	27	29	31	33	33

(1) « Toute conversion de monnaies nationales en dollars eu est calculée, de décembre 1971 à janvier 1973, à des taux croisés (*cross rates*) correspondant aux parités et cours centraux arrêtés en décembre 1971 » (*International Financial Statistics*).

Source : Fonds monétaire international, *International Financial Statistics*
Chiffres de fin de période.

liards. On peut encore souligner que les réserves de devises de ces pays ont été multipliées par 8 entre la fin de 1966 et la fin de 1971, par 10 entre la fin de 1966 et la fin de 1972.

Comment s'explique l'accumulation considérable de dollars par ces deux pays ?

La première raison est celle qui a été donnée antérieurement : l'Allemagne a essayé de maintenir un taux d'inflation plus faible que celui des Etats-Unis par une politique monétaire restrictive et il en est résulté une entrée de dollars que la Banque centrale a dû acheter pour éviter que le Deutsche Mark ne dépasse la limite supérieure de la marge de flexibilité.

D'après les tableaux VII et VII *bis* et ainsi qu'on l'a déjà vu, l'Allemagne est arrivée à maintenir un taux d'inflation plus faible que celui des Etats-Unis jusqu'à 1970, mais les moyens de paiements créés du fait du surplus de sa balance lui ont imposé ensuite des taux d'inflation même plus élevés que ceux des Etats-Unis : l'indice des prix à la consommation est identique pour les deux pays en 1967,

TABLEAU VII. — *Indices des prix, 1966-1972 (1963 = 100)*

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Etats-Unis :							
Prix à la consommation	106,6	109,9	115,1	122,1	128,9	133,1	137,7
Prix des importations	106	107	108	112	120	126	135
Allemagne de l'Ouest :							
Prix à la consommation	109,2	109,9	112,6	115,9	120,5	127,4	135,7
Prix des importations	104	103	100	105	110	114	123
Japon :							
Prix à la consommation	117,4	124,3	129,3	137,6	149,0	155,9	164,9
Prix des importations	101	100	100	103	106	109	119

Source : Fonds monétaire international, *International Financial Statistics*.TABLEAU VII bis. — *Taux de croissance des indices de prix, 1967-1972*

	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Etats-Unis :						
Prix à la consommation	3,1	4,7	6,0	5,6	3,3	3,5
Prix des importations	0,9	0,9	3,7	7,1	5	7,1
Allemagne de l'Ouest :						
Prix à la consommation	0,6	2,5	2,9	4,0	5,7	6,5
Prix des importations	-1,0	-2,9	5,0	4,8	3,6	7,9
Japon :						
Prix à la consommation	5,9	4,0	6,4	8,3	4,6	5,8
Prix des importations	1,0	0	3	2,9	2,8	9,2

il augmente ensuite plus rapidement pour les Etats-Unis, mais l'Allemagne les rattrape presque en 1971-1972¹.

L'Allemagne n'aurait pu éviter la contagion de l'inflation mondiale, qu'en acceptant plus tôt une réévaluation de sa monnaie ou un flottement qui ne pouvait avoir lieu que dans le sens d'une appréciation du Deutsche Mark. Ce pays est donc partiellement respon-

1. Les chiffres du tableau VII — relatifs à l'indice des prix à la consommation — ne sont pas tout à fait les mêmes que ceux qui sont donnés pour les mêmes pays et les mêmes années dans le tableau I, car il s'agit, dans ce dernier cas, des indices de prix du PNB. Il y a là deux mesures un peu différentes de l'inflation.

sable de la « crise » de 1971 pour avoir adhéré trop longtemps à la fixité des taux de change, sans en accepter la conséquence logique, à savoir l'alignement de son taux d'inflation sur le taux américain.

Il peut sembler que cette explication ne s'applique pas au cas du Japon. On voit, en effet, d'après le tableau VII, que le taux de croissance des prix à la consommation a été plus élevé au Japon qu'aux Etats-Unis au cours de la période 1966-1972. Mais si l'on compare les prix des importations sur la même période on constate qu'ils ont moins augmenté pour le Japon que pour les Etats-Unis.

Là réside la clef de l'explication si l'on en croit Ronald McKinnon¹. D'après lui, en effet, les prix à la consommation augmentent plus vite que les prix de gros, qui dépendent eux-mêmes des prix des importations. Cet écart est d'autant plus grand que le taux de croissance de l'économie est plus élevé. En effet, les prix des services, dont la productivité croît moins vite, et dont la demande croît plus vite, tiennent une place qui croît d'autant plus dans l'indice des prix à la consommation que la croissance globale est plus rapide. Ainsi, à l'équilibre, un taux d'inflation donné aux Etats-Unis correspond à un taux d'inflation plus élevé pour un pays à croissance plus rapide, ce qui était le cas du Japon, mais aussi de l'Allemagne, au cours de la période étudiée. Un taux de croissance des prix à la consommation légèrement supérieur au Japon par rapport aux Etats-Unis pour la période 1966-1970 était alors insuffisant pour permettre la fixité des taux de change.

La dernière explication de l'accumulation de réserves est commune à l'Allemagne et au Japon et elle concerne la politique à court terme qui a été alors menée dans ces pays. Tandis que de 1969 à 1970, le taux d'intérêt du marché monétaire diminuait légèrement aux Etats-Unis et un peu plus sur le marché de l'euro-dollar, il augmentait considérablement en Allemagne et un peu au Japon (cf. tableau VIII).

Ainsi, les investissements en actifs libellés en Deutsche Marks devinrent *relativement* plus intéressants en 1970 par rapport à ce qu'ils rapportaient en 1969 et il en fut de même pour les actifs en yens. Les détenteurs d'actifs en dollars échangèrent donc leurs dollars

1. R. I. MCKINNON, « Monetary Theory and Controlled Flexibility in the Foreign Exchanges », in E. M. CLAASSEN et P. SALIN eds, *Stabilization Policies in Interdependent Economies*, Amsterdam, North-Holland, 1972, pp. 3-32 ; trad. fr., *Les politiques de stabilisation dans des économies interdépendantes*, Paris, Cujas, 1975.

TABLEAU VIII. — *Taux d'intérêt du marché monétaire*

	1969	1970	1971
Allemagne de l'Ouest ⁽¹⁾	4,81	8,67	6,06
Japon ⁽¹⁾	7,70	8,29	6,42
Etats-Unis ⁽²⁾	6,69	6,44	4,34
Euro-dollar ⁽³⁾	9,76	8,52	6,58

⁽¹⁾ Taux au jour le jour.
⁽²⁾ Bons du Trésor à trois mois.
⁽³⁾ Londres, dépôts à trois mois.

Source : Fonds monétaire international, *International Financial Statistics*.

contre des Deutsche Marks et des yens de telle sorte que les banques centrales de l'Allemagne et du Japon durent accumuler des dollars¹. Le phénomène fut amplifié par des facteurs spéculatifs, la réévaluation du Deutsche Mark et du yen devenant de plus en plus probable. Dans ces conditions, pour atténuer à court terme les entrées de capitaux, il aurait fallu que les taux d'intérêt de l'Allemagne et du Japon soient notablement inférieurs à ce qu'ils étaient aux Etats-Unis et sur le marché de l'euro-dollar². Cela ne fut pas le cas ni en 1970 ni en 1971. Ainsi des dollars sont allés vers l'Allemagne et le Japon, du secteur privé au secteur public.

F / Y A-T-IL EU UNE CRISE DU DOLLAR EN 1971 ?

Parler de crise c'est parler de déséquilibre. Dans quelle mesure des déséquilibres internationaux ont-ils existé au début des années soixante-dix ? En fait, la situation était complexe, comme l'ont montré les analyses statistiques précédentes.

Reprenons-en les principaux éléments :

Les liquidités internationales ont augmenté à un taux qui était sans précédent depuis la deuxième guerre mondiale, mais cela n'im-

1. Une explication de ce type avait été donnée devant le Congrès des Etats-Unis par le sous-secrétaire d'Etat au Trésor, Paul Volcker, le 17 juin 1971; expliquant que la différence des taux d'intérêt entre les Etats-Unis et certains pays européens, en particulier l'Allemagne, était la cause essentielle des événements récents (fuites de capitaux vers l'Allemagne en mai), il ajouta qu'il ne s'agissait pas « d'une fuite par rapport au dollar, mais d'une fuite vers le mark, étant donné que le rôle central du dollar en tant que monnaie de transaction et d'intervention avait pour conséquence que n'importe quelle crise monétaire apparaît toujours comme une fuite du ou vers le dollar, alors qu'il n'en est rien ».

2. Bien entendu une politique de taux d'intérêt de ce type n'aurait pu durablement compenser les effets des différences de politique monétaire, c'est-à-dire de croissance de la masse monétaire, entre les deux pays.

plique pas pour autant que la croissance en a été anormale. Elle a d'ailleurs été d'autant plus forte que l'augmentation des prix a été plus vive. Ainsi, l'accélération de la hausse des prix des importations en 1970-1971-1972 (ligne 4 du tableau II) a été accompagnée par une forte croissance des réserves en valeur nominale. La croissance des réserves réelles, calculées en déflatant les réserves nominales par l'indice des prix des importations, a été évidemment plus faible que celle des réserves nominales, comme le montre le tableau IX. Ces taux restent élevés (le commerce international en volume a augmenté pour sa part d'environ 7,2 % par an au cours de cette période), mais il ne faut pas oublier qu'il s'agit ici des seules réserves *officielles* et qu'une partie importante de leur croissance peut être expliquée par un simple transfert du secteur privé au secteur public.

TABLEAU IX. — *Taux de croissance des réserves « réelles », 1966-1972 (monde - Etats-Unis) (en %)*

$\frac{1967}{1966}$	$\frac{1968}{1967}$	$\frac{1969}{1968}$	$\frac{1970}{1969}$	$\frac{1971}{1970}$	$\frac{1972}{1971}$
2	6	— 2	23	37	15

Tableau établi d'après le tableau II (réserves totales : monde - Etats-Unis) ; indice des prix des importations des pays industriels d'après Fonds monétaire international, *International Financial Statistics*.

Même si, statistiquement, il n'est pas possible de distinguer parfaitement les différents phénomènes, il est indispensable de le faire *analytiquement* si l'on veut comprendre ce qui s'est passé au début des années soixante-dix. Il faut distinguer un problème mondial de transmission de l'inflation à partir du pays-centre dans un régime de changes fixes et d'étalon-dollar et des problèmes particuliers dus à l'inadaptation des politiques de certains pays : accumulation de réserves par les banques centrales, répartition inégale des réserves entre pays, etc. Les problèmes particuliers auraient pu être évités par des politiques appropriées dans le cadre du régime de change implicitement accepté. Le problème général amène à se demander si un autre régime de change n'aurait pas été préférable, ce que nous ferons ultérieurement.

Il faut, en tout cas, éviter certains réflexes superficiels : dire, par

exemple, que le déficit de la balance des paiements américaine ou les mouvements de capitaux étaient responsables des « déséquilibres », ce qui conduisait à préconiser, par conséquent, une dévaluation du dollar ou un contrôle des mouvements de capitaux. Ce dont il faut parler c'est de compatibilité entre les valeurs de certaines variables : en régime d'étalon-dollar avec changes fixes, l'équilibre ne peut être obtenu qu'avec des taux d'inflation semblables à ceux des Etats-Unis dans les différents autres pays ; si un pays ne crée pas assez de monnaie pour « nourrir » cette inflation, des dollars arriveront, joueront un rôle de suppléance et seront transformés en monnaie nationale. Les canaux de la transmission sont divers, mais le résultat est inévitable. Peut-on alors dire qu'il y a eu excès d'offre de dollars ou excès de demande de dollars ?

On trouve en fait au niveau international un mécanisme identique à celui que l'on connaît maintenant bien pour une économie nationale : les autorités monétaires peuvent éventuellement déterminer la quantité nominale de monnaie, mais c'est le public qui en détermine la quantité *réelle*, c'est-à-dire le pouvoir d'achat de cette monnaie. Si les autorités émettent plus de monnaie, les agents économiques se trouvent avec un excès d'encaisses qu'ils vont essayer de dépenser. Les prix des biens (titres et produits) augmentent jusqu'à ce que la valeur réelle des encaisses existantes ait retrouvé son niveau antérieur (ou même un niveau plus faible, si les agents économiques anticipent une continuation de la hausse des prix et, par conséquent, pratiquent la fuite devant la monnaie).

De même, au niveau international, les Etats-Unis jouent le rôle de Banque centrale du monde dans un système d'étalon-dollar ; s'ils émettent plus de monnaie, ils créent de l'inflation chez eux et dans le reste du monde. Mais la valeur réelle des dollars utilisés aux Etats-Unis et dans le monde est déterminée par l'ensemble des agents économiques. Au cours de la période d'ajustement vers les nouvelles valeurs d'équilibre des variables, des transferts de fonds, parfois très importants, ont lieu. Leur dimension dépend de la situation initiale de chaque pays, des politiques qui y sont menées. On les qualifie généralement de déséquilibriers, mais ils ne traduisent en fait que la mise en œuvre de puissants mécanismes d'équilibrage dans le cadre du système existant et accepté.

II - *Une situation mal comprise*

Chaque « crise » monétaire internationale — et il y en a forcément en régime de changes fixes — est l'occasion d'une grande fête des mots et les hommes politiques y trouvent l'occasion rêvée de passer sur le devant de la scène, au moyen de déclarations qui vont de l'hystérie au romantisme. Les événements monétaires de 1971 — qui ne méritaient guère autre chose que de brèves informations dans les journaux — en sont l'exemple le plus extraordinaire. Entre le 15 août — date à laquelle le président Nixon a annoncé l'inconvertibilité officielle du dollar — et le 21 décembre — date de l'accord dit du Smithsonian — l'opinion et ses leaders ont célébré la grand-messe monétaire. Les angoisses, les craintes, les chauvinismes, les idéologies ont trouvé un symbole — le dollar — et se sont exprimés sans limites. Les pages qui suivent veulent en apporter le témoignage. Elles illustrent cette idée qu'un système « géré par l'homme », c'est-à-dire par une minorité d'hommes politiques, n'est probablement pas le meilleur des systèmes pour les autres hommes. Les hommes politiques, qu'ils soient ou non au pouvoir, ne comprennent en effet pas les mécanismes qu'ils sont chargés de contrôler ou qu'ils souhaitent contrôler, ou bien ils les utilisent comme instruments au service de leurs objectifs personnels.

Nous avons précédemment expliqué que la « crise » monétaire de l'année 1971 était parfaitement et simplement explicable par l'inflation américaine et par les erreurs de politique de quelques grands pays, en particulier l'Allemagne et le Japon qui ont cherché à avoir moins d'inflation que les Etats-Unis tout en maintenant l'étalon-dollar et la fixité des taux de change. Pourtant, certains commentateurs y ont vu une « crise du système », ainsi qu'on le déclare à chacune des occasions de ce type.

Pour illustrer notre propos commençons par une citation de François Mitterrand¹ dont nous ne savons pas s'il faut davantage en admirer la grandiloquence ou la vacuité : « ... La France a le choix entre une « politique du mark » et une « politique du dollar », mais je ne vois pas comment le gouvernement pourrait choisir une politique par rapport au franc. La France n'est pas un pays qui aille mal et le

1. *Le Monde*, 18 août 1971.

gouvernement s'en félicite. Nous aurions tendance, dans cette maison, à dire que c'est aussi grâce aux travailleurs, mais, cela dit, il est certain que la France ne peut vivre à l'écart des grands mouvements monétaires occidentaux. Il apparaît à l'évidence que l'intérêt dominant est celui de quelques groupes et que la crise du dollar frappe le système capitaliste dans ses œuvres vives. Il faut donc s'attendre à une réaction extrêmement violente des maîtres des grandes entreprises intercontinentales. »

Il vaudrait la peine de faire une analyse systématique de ce court extrait et de son caractère mystificateur. Que signifient, en effet, les expressions suivantes : « Une politique par rapport au franc », ou encore : « Il apparaît à l'évidence que l'intérêt dominant est celui de quelques groupes » (de quel intérêt s'agit-il, quels sont les groupes en question, comment agissent-ils ?) ; « La crise du dollar frappe le système capitaliste dans ses œuvres vives » (que sont ces « œuvres vives » ? Les sources de la richesse, la répartition du pouvoir, la propriété... ? Comment et pourquoi sont-elles touchées ?) ; quelle est la « réaction extrêmement violente des maîtres des grandes entreprises intercontinentales », où l'a-t-on vu surgir depuis août 1971 et comment ? Pourquoi les « maîtres des grandes entreprises intercontinentales » réagiraient-ils contre une crise dont il vient de nous être dit ou suggéré qu'elle avait été provoquée par « l'intérêt dominant... (celui) de quelques groupes » ?

Mais il est sans doute plus grave que des raisonnements de nature sentimentalo-intuitive soient tenus par des économistes professionnels. C'est pourtant le cas, par exemple, de la position adoptée par Christian Goux¹. Celui-ci a expliqué, en effet, la « dévaluation *de facto* du dollar » par la « loi du développement inégal, le déclin relatif des États-Unis, l'apparition de deux nouveaux grands, l'Allemagne et le Japon », autant d'arguments qui flattent sans doute une opinion publique non formée à l'analyse économique, mais qui ne peuvent être raisonnablement défendus.

C'est aussi un style incantatoire que l'on rencontre sous la plume

1. *Rapport économique au citoyen*, Paris, Cujas, 1970. Cette thèse, ou d'autres similaires, ayant rencontré un écho certain dans une partie de l'opinion publique et de la presse, il nous semble nécessaire de la rappeler et de la critiquer. L'adhésion qu'elle a pu susciter — et suscite encore — s'explique, à notre avis, par la nature des explications proposées : les causes de la « crise » sont suffisamment vagues (grandeur ou déclin d'un pays) pour être facilement acceptées.

d'un homme qui a été ministre et même ministre des Finances, ce qui laisse un peu perplexe... : Robert Buron donne sa version des événements¹ dans les termes suivants : « Les responsabilités consécutives au rôle assumé par le dollar se révèlent trop lourdes, en définitive, même pour un pays aussi puissant que les Etats-Unis. Elles exigeraient un équipement militaire largement supérieur à celui de l'URSS et de toute coalition imaginable un jour. » Robert Buron suggère-t-il que les détenteurs de dollars à travers le monde étaient obligés d'utiliser le dollar sous la menace des armes américaines ? Ou a-t-il une autre explication de cette étonnante relation entre deux phénomènes ? Ou bien le charisme que lui valent ses anciennes fonctions lui permet-il d'avoir une perception des choses inexplicable pour le bon peuple ? C'est sans doute ce qu'il suggère lorsqu'il écrit : « ... le choix aujourd'hui n'est pas aux monétaristes ni même aux financiers ; il appartient aux politiques, sensibles à l'aspect politique des phénomènes économiques ». Comment, en effet, n'avions-nous pas encore compris que les problèmes monétaires ne pouvaient pas être résolus par des spécialistes des problèmes monétaires ?

De la même manière, Philippe Simonnot écrit² : « La crise monétaire actuelle provient fondamentalement du fait que les nations naguère diminuées ne supportent plus, parce qu'elles se sont redressées, le pouvoir hégémonique des Etats-Unis ; elles contestent le dollar. » Claude Bourdet se demandait dès le 14 mai 1971 dans *Le Monde* : « A-t-on assez souligné les rapports qui existent entre la crise du dollar et la politique militaire américaine, et plus précisément la guerre américaine au Vietnam ? », et il ajoutait : « Tant que la guerre du Vietnam détériorera l'équilibre du pays qui influence tous les autres, les possesseurs de dollars chercheront à se débarrasser de ceux-ci, en se couvrant à l'aide de devises solides, c'est-à-dire au premier rang le mark et le franc suisse. Il n'y a malheureusement qu'un seul remède, et il est politique : la fin de la guerre au Vietnam. » Malheureusement pour M. Bourdet la guerre du Vietnam s'est terminée sans que la situation économique du pays en soit modifiée (persistance du « déficit » de la balance des paiements). L'ennui des thèses à base sentimentalo-politique c'est que l'épreuve des faits les réduit nécessairement à zéro.

1. *Le Monde*, 28 août 1971.

2. *Le Monde*, 9 septembre 1971.

Mais il est vrai qu'un journal — comme on le dit souvent — est aussi rapidement oublié que lu et il ne sera donc pas difficile par la suite de trouver une autre explication — complot impérialiste, spéculation des firmes multinationales, etc. — pour « expliquer » un phénomène qui se perpétue.

Alors que l'approche scientifique d'un phénomène consiste normalement à trouver une cause unique à un grand nombre de phénomènes, un certain nombre de personnes recherchent plutôt une multitude de causes à un phénomène unique... Si nous n'avions pas peur de lasser le lecteur, nous ne résisterions pas au plaisir de citer presque intégralement un article de l'un des « experts » en économie du Parti socialiste, à l'époque où il était secrétaire national du PSU, Michel Rocard, car il constitue une sorte de synthèse de tous les slogans à la mode. Citons-en cependant quelques exemples¹ : « La valeur d'une monnaie est directement liée à la puissance et à la compétitivité de l'économie qui lui sert de support. C'est pour des raisons politiques que les Etats-Unis ont toujours refusé et refusent encore de mettre un terme à l'hémorragie de dollars qui a provoqué la crise. Ils entendent continuer à maintenir hors de chez eux des forces militaires importantes, ils entendent continuer à contrôler certains pays du Tiers Monde grâce à leur « aide » financière, ils entendent laisser libre cours à l'énorme mouvement d'investissements privés américains dans le monde. En bref, ils entendent conserver les moyens financiers de leur domination impérialiste. » Il explique encore que l'encaisse-or des Etats-Unis diminuant, ceux-ci sont devenus « insolubles » et en « faillite » et que « le dépérissement du capitalisme s'annonce à travers ces convulsions ». Au fil de semblables lectures on se prend à penser que les Etats-Unis sont bien dans une position de domination. Mais il s'agit d'une domination intellectuelle. Ceux qui ne savent que jeter des anathèmes et non pas raisonner se condamnent à être dominés par ceux qui ont la maîtrise intellectuelle des phénomènes². S'il y a une domination américaine analysons les canaux par où passe cette domination et trouvons des solutions efficaces au lieu de gémir. Les habi-

1. *Le Monde*, 8 septembre 1971.

2. Il est caractéristique de la société française qu'un homme comme Michel Rocard soit considéré par l'opinion comme compétent en économie et qu'il ait même enseigné l'économie dans une grande université parisienne, alors qu'il ignore manifestement les bases les plus élémentaires du raisonnement économique.

tants d'un pays aussi petit que la Suisse ne se sentent en aucune manière dominés par un quelconque impérialisme, simplement parce qu'ils sont capables de cet effort de réflexion.

Si l'on s'éloigne maintenant des explications de type passionnel pour se rapprocher d'analyses plus économiques des facteurs de la crise de 1971, on rencontre des explications diverses et non concordantes des événements monétaires.

Nombreux sont ceux qui rendent les mouvements de capitaux responsables de la situation. Ainsi, un officiel japonais, Takeshi Yasukawa, suggéra que le déficit de la balance des paiements américaine provenait de l'activité des firmes américaines à l'étranger¹, tandis que les Etats-Unis essayaient de faire admettre, avant même le début de la crise, que « la défense et les autres charges supportées par les Etats-Unis au bénéfice de tous les pays occidentaux étaient à l'arrière-plan de la faiblesse du dollar »².

Or, toutes ces « explications », qui sont, en même temps, des plaidoyers *pro domo*, ne sont que des vues très partielles d'événements beaucoup plus généraux. Ainsi, contrairement à ce que l'on a dit trop souvent, la guerre du Vietnam n'était en aucune mesure la cause du « déficit de la balance américaine », car si elle représentait une augmentation des dépenses publiques par rapport à la situation antérieure, elle n'aurait été responsable du déficit qu'à condition qu'aucune mesure de politique économique ne soit capable de compenser cet effet — ce qui est évidemment faux — et qu'à condition qu'on puisse prouver que le pouvoir d'achat ainsi créé se déversait à l'extérieur et ne pouvait pas revenir aux Etats-Unis sous forme d'une demande supplémentaire de biens ou de titres. Or, précisément, s'il y a eu « déficit » pendant tant d'années c'est parce que les pays extérieurs ne *désiraient* pas se débarrasser des dollars qu'ils avaient acquis pour une raison ou une autre.

On ne peut donc pas dire que la balance commerciale des Etats-Unis, la guerre du Vietnam, les mouvements spéculatifs de capitaux, l'activité des firmes américaines à l'étranger, sont responsables du « déficit ».

Mais, le fait de rejeter la responsabilité de la crise par exemple

1. D'après le *New York Times*, 25 août 1971.

2. *New York Times*, 9 juin 1971.

sur les mouvements de capitaux permet à un gouvernement de se décharger de ses propres responsabilités en accusant un certain nombre d'individus ou de groupes plus ou moins anonymes. Ainsi que l'a dit dans un contexte voisin Harry Johnson¹ : « Une pression politique et sociale irrésistible s'exerce sur les politiciens au détriment du bien public, tandis qu'on essaie d'amadouer le public pour le persuader de faire le travail des politiciens. C'est aux politiciens de contrôler l'inflation; ce n'est pas aux citoyens de se comporter de manière à éviter l'inflation et l'exiger d'eux traduit un refus de responsabilité de la part des serviteurs de l'Etat. Mais ceux-ci profitent des difficultés pour faire apparaître leur mérite aux yeux de leurs concitoyens. »

Il faut malheureusement le répéter, les spéculateurs ou les « maîtres des grandes entreprises intercontinentales » ne sont pas responsables des crises monétaires, mais seuls le sont les gouvernements qui n'ont pas su prévoir, gérer, ni guérir. De ce point de vue, on ne peut qu'être d'accord avec Karl Schiller, ministre des Affaires économiques et des Finances d'Allemagne qui déclara lors de l'Assemblée générale du FMI le 30 septembre 1971 : « Les mouvements de capitaux en tant que tels ne sont pas, à mon point de vue, le vilain de la pièce. Ils constituent, dans une grande mesure, seulement des symptômes et non les causes principales des difficultés. » Et si, tout aussi justement, il cita parmi ces causes la persistance de l'inflation mondiale, on pourrait seulement lui reprocher de n'avoir pas également cité la politique économique allemande, si l'on ne savait que l'opposition qu'il rencontrait à ce sujet en Allemagne et en Europe l'a empêché de décider une réévaluation du Deutsche Mark ou un régime de taux de change flottants qu'il désirait pourtant.

III - Le déroulement de la « crise monétaire » de 1971

Celle-ci est apparue soudainement et d'une manière assez imprévue; sa naissance est précise : ce moment de la soirée du 15 août 1971 où le président Nixon, par le canal des réseaux de télévision et de

1. Au cours d'un débat à l'Université Paris IX - Dauphine le 26 mars 1971 : cf. « L'inflation mondiale », *Banque*, décembre 1971, et E. M. CLAASSEN et P. SALIN eds., *Stabilization Policies in Interdependent Economies*, Amsterdam, North-Holland, 1972 (trad. fr. : *Les politiques de stabilisation dans des économies interdépendantes*, Paris, Cujas, 1975).

radio, annonça le plan de « redressement » intérieur, en même temps que des mesures de « rétablissement » de la balance des paiements.

A / UN COUP D'ÉPÉE DANS L'EAU :

LE DISCOURS DU PRÉSIDENT NIXON

Nous n'insisterons pas sur les mesures d'ordre intérieur annoncées le 15 août 1971 par le président Nixon, si ce n'est pour souligner qu'on pourrait chercher en vain une mention quelconque de la politique monétaire dans ce discours. Pour essayer de lutter contre l'inflation les autorités américaines ont préféré avoir recours à la solution illusoire du gel des salaires et des prix.

En fait, l'évolution de la politique monétaire américaine après le discours du président Nixon a été caractérisée par son extrême variabilité. Ainsi, la création monétaire a été légèrement freinée à la fin de 1971 et au début de 1972. Le taux d'inflation a d'ailleurs été relativement faible en 1972 (augmentation de 3,2 % de l'indice des prix à la consommation). Le contrôle des prix et salaires qui a été mis en œuvre au cours de cette période a sans doute joué un rôle, mais il a, en même temps, masqué les tensions inflationnistes réelles qui provenaient d'un taux de création monétaire tout de même élevé.

La politique monétaire étant devenue moins restrictive dès la fin de 1972, le taux d'inflation est monté à 8,8 % en 1973 et même 12,5 % en taux annuel dans la période de janvier à mai 1974. L'excédent d'encaisses qui n'avait pas pu provoquer immédiatement une hausse des prix au cours de la période de contrôle et la création de nouvelles encaisses ont été responsables de cette situation.

Les mesures extérieures ont constitué le deuxième volet de la politique américaine en 1971. On sait qu'elles consistaient essentiellement en ce que le dollar devenait inconvertible en or, même à l'égard des autres banques centrales¹, qu'une « surcharge » de 10 % était imposée à toutes les importations (sauf celles faisant l'objet de quotas d'importations) et que les biens d'équipement importés étaient exclus d'une nouvelle disposition accordant un crédit d'impôt pour les investissements.

1. Il l'était déjà pour les particuliers depuis la création du double marché de l'or en 1968, en ce sens que le Fed n'intervenait plus sur le marché de l'or, mais il restait évidemment toujours possible d'acheter de l'or sur le marché en le payant en dollars ou avec des monnaies obtenues par échange contre des dollars.

Que signifiait la décision du président Nixon de suspendre la convertibilité du dollar en or et en d'autres monnaies ? On a parlé de dévaluation du dollar ou de flottement du dollar. Tout ceci est évidemment faux car aussi longtemps que les *autres pays* continuaient d'intervenir sur le marché pour maintenir la parité de leurs propres monnaies en termes de dollars, il n'y avait ni dévaluation du dollar ni flottement du dollar. Le dollar restait l'étalon mondial et le moyen de réserve de valeur mondial si les autres pays le désiraient.

Nous avons déjà dit que des réévaluations du yen et du Deutsche Mark auraient été suffisantes pour corriger les principaux déséquilibres du système monétaire international à cette époque en attendant une plus grande flexibilité des taux de change. Par rapport à ces améliorations possibles, la décision du président Nixon paraît assez étonnante et brutale. Mais elle pouvait aussi se justifier par le refus des autorités japonaises de réévaluer le yen et par l'hostilité de nombreux pays aux décisions prises par l'Allemagne, les Pays-Bas et le Canada de laisser flotter leurs monnaies.

On a dit également que les Etats-Unis ont décidé de suspendre la convertibilité du dollar en or parce qu'ils étaient sur le point d'enregistrer le premier déficit commercial de leur histoire depuis 1893. Or, il n'y a logiquement aucune relation de cause à effet entre ces deux phénomènes ; non seulement à cause du rôle particulier du dollar impliquant une politique de *benign neglect*¹ pour les Etats-Unis, mais encore parce que, par elle-même, la balance commerciale n'a aucune signification. Il faut en effet bien voir que les différents soldes d'une balance des paiements doivent nécessairement se compenser les uns les autres ; en ce sens le solde de la balance commerciale n'est que la contrepartie des autres soldes de la balance des paiements.

Ainsi, un surplus de la balance commerciale peut être désiré si l'on souhaite acquérir des moyens de paiements extérieurs et si les entrées de capitaux effectives ou désirées ne sont pas suffisantes ou sont trop coûteuses pour atteindre cet objectif. Autrement dit encore, pour obtenir des devises il faut remettre des biens actuels — c'est-à-dire que l'on se prive de la disposition de certains biens de

1. C'est-à-dire de « douce négligence ». Autrement dit, la politique de *benign neglect* est tout simplement la traduction en termes journalistiques et un peu moralisateurs de l'idée selon laquelle les Etats-Unis n'ont pas à se préoccuper de leur balance des paiements et de leur taux de change en régime d'étalon-dollar (cf. chap. 4).

manière à avoir un surplus de la balance commerciale — ou des biens futurs sous la forme d'actifs financiers qui représentent un pouvoir d'achat futur. Acquérir des devises est donc coûteux pour un pays, sauf s'il peut bénéficier pour cela de dons extérieurs.

En ce qui concerne les Etats-Unis ils n'ont pas à acheter des réserves en devises puisqu'ils sont vendeurs de la monnaie internationale, le dollar. La seule raison qu'ils auraient de rechercher un surplus supplémentaire de leur balance commerciale serait d'accroître leurs possibilités d'achats d'actifs étrangers, c'est-à-dire leurs sorties de capitaux : ils achèteraient plus de biens futurs contre des biens présents puisqu'un surplus de balance commerciale signifie que la nation dispose d'une moindre quantité de biens présents. Il n'y a donc, *a priori*, aucune raison pour les Etats-Unis de déplorer un déficit de leur balance commerciale. Cela signifie simplement qu'ils reçoivent plus de biens présents qu'ils n'en donnent, et qu'ils cèdent en contrepartie des dollars liquides, qui ne leur coûtent rien à produire, ou des biens futurs, c'est-à-dire des actifs financiers, ou encore qu'ils reçoivent des revenus d'investissements extérieurs croissants, ce qui était d'ailleurs le cas à l'époque. Tous les postes de la balance des paiements étant interdépendants on ne peut pas attribuer un « déficit » ou un « surplus » commercial à une seule cause¹; de même, on ne doit pas rechercher un surplus ou un déficit d'un poste de la balance des paiements sans rechercher comment le financer ou comment utiliser les recettes ainsi obtenues.

Par son refus initial de dévaluer le dollar, le président Nixon « rappelait » que le dollar est la « *n*-ième monnaie » et que, si un déficit de la balance des paiements américaine n'est plus désiré à l'extérieur, c'est aux autres pays de changer la parité de leur monnaie. Mais en même temps, et assez paradoxalement, par le fait même qu'il se préoccupait de l'« équilibre extérieur » des Etats-Unis, il renonçait à la politique de *benign neglect*, qui commençait juste à être acceptée comme une doctrine officielle aux Etats-Unis.

En fait, la situation ne manquait pas d'être paradoxale à plusieurs

1. Ainsi, combien nombreux sont ceux qui ont attribué le « déficit » de la balance des paiements américaine aux dépenses extérieures provoquées par la guerre du Vietnam. Ils sont peut-être de bons démagogues, mais certainement pas de bons économistes. Les faits leur ont donné un extraordinaire démenti puisque la guerre s'est terminée et que le déficit a considérablement augmenté, mais ils n'en continueront pas moins à faire leurs « analyses ».

points de vue : alors que, le dollar étant la monnaie-clef, les Etats-Unis non seulement pouvaient, mais même *devaient*, négliger absolument la situation de leur balance des paiements, laissant les autres pays ajuster les leurs, ils ont décidé de s'en préoccuper. Il est vrai que, le système de l'étalon-devise et plus précisément le problème du *n* — 1 n'étant absolument pas compris par la plupart des autres pays, ceux-ci reprochaient depuis des années aux Etats-Unis de laisser subsister le prétendu déficit de leur balance des paiements, au lieu de faire eux-mêmes leurs choix par une politique de change ou une politique monétaire appropriées et de décider eux-mêmes s'ils voulaient ou non un surplus de leur balance des paiements, c'est-à-dire un déficit de la balance des paiements américaine. On peut donc interpréter l'attitude américaine comme une réponse à ces critiques consistant à peu près à dire : « Débrouillez-vous si vous ne voulez plus de l'étalon-dollar. » Et il est vrai qu'il était parfaitement contradictoire de critiquer le déficit de la balance des paiements américaine, source d'irrigation en liquidités du système, et de ne pas proposer un système de remplacement.

Certes, la création des droits de tirage spéciaux par le Fonds monétaire international, à partir du 1^{er} janvier 1970, prétendait constituer un début de réponse : mais cette réponse était très partielle et les réticences exprimées par beaucoup de pays quant à son extension étaient contradictoires avec leur refus de l'étalon-dollar, comme était contradictoire l'attitude de la France consistant à dire que le système des DTS ne devait être développé qu'à partir du jour où les Etats-Unis auraient supprimé le déficit de leur balance des paiements, ce qu'ils n'avaient aucun moyen de faire. Demander aux Etats-Unis, producteurs de la monnaie internationale, de supprimer leur « déficit de balance des paiements » n'a pas plus de sens qu'il n'y en aurait à demander aux banques d'arrêter de vendre de la monnaie.

Il peut paraître curieux que les Etats-Unis aient eux-mêmes ébranlé un système qui les servait bien. En réalité, peut-être savaient-ils que, faute d'une monnaie de remplacement, les dollars continueraient à être désirés et que, par conséquent, le déficit de la balance des paiements américaine se prolongerait. Mais il y aurait alors contradiction entre cette situation de fait et le désir affirmé par les Etats-Unis de dégager un solde positif de leur balance commerciale tel que leur balance des paiements soit finalement excédentaire. Peut-être peut-on

simplement interpréter l'expression de ce désir comme un moyen de négociation destiné à obtenir une nouvelle répartition de certaines « charges » internationales, telles que la défense ou l'aide à l'étranger.

Si elles avaient fait un peu d'analyse économique, les autorités des autres pays engagés dans la négociation auraient pu répondre que l'aide à l'étranger est en quelque sorte une affaire purement interne aux Etats-Unis (si les Etats-Unis *décident* d'aider d'autres pays, pourquoi demanderaient-ils un partage du fardeau de l'aide ?) et qu'en tout état de cause elle n'est absolument pas responsable du déficit de la balance des paiements. Par contre les Etats-Unis, grâce à leur situation d'émetteur de la monnaie internationale, recevaient un profit de création monétaire (seigneurage), dont les autres pays auraient pu lui demander une fraction sous forme de rémunération des réserves officielles. La balance des avantages et des inconvénients d'un système est difficile à établir, mais, dans la grande négociation de 1971 et des années suivantes, il semble que les éléments mis sur la table de discussion n'ont pas été rassemblés avec un parfait souci d'analyse. Sans doute dira-t-on qu'il s'agit là de négociations politiques, mais pourquoi les arguments politiques ne pourraient-ils pas être intelligents et rationnellement fondés ?

Un autre paradoxe de la situation consistait en ce que le discours du président Nixon n'a pratiquement rien modifié quant à la nature profonde des choses. En effet, la décision de « fermer le guichet de l'or » ne faisait qu'officialiser une chose que tout le monde aurait dû réaliser, à savoir que l'étalon-dollar-or (GES)¹ n'existait plus et que l'on se trouvait dans un régime d'étalon-dollar au moins depuis 1968 (fin de l'intervention sur le marché de l'or). Cette décision aurait pu être prise quelques années plus tôt ou quelques années plus tard et elle ne présentait aucune liaison *logique* avec la situation économique des Etats-Unis à cette époque. Autrement dit, la fermeture du guichet de l'or représentait le passage *officiel* à un autre régime de change, mais elle n'était presque plus que symbolique. On peut considérer comme « anormal » que les Etats-Unis aient été, de par les règles du GES, habilités à transformer ainsi le système², de même qu'on pouvait

1. Voir pp. 68-78.

2. Il est vrai qu'un pays a toujours conservé la faculté soit d'intervenir dans une autre monnaie que le dollar — et certains le faisaient d'ailleurs —, soit d'adopter un régime de changes flottants ; ce dernier était, certes, contraire aux règles du FMI, mais cela n'a pas

trouver « anormal » qu'une décision qui intéresse l'ensemble du monde, la variation du prix de l'or en termes de l'étalon, doive être décidée par le Congrès des Etats-Unis¹. Il est étrange également que la déclaration officielle de la mort du GES — sous forme de l'annonce que le dollar n'était plus convertible en or — ait ému l'opinion mondiale et l'ait ému de manière si unanime. Pourquoi, en effet, s'est-il trouvé si peu de voix pour proclamer qu'après tout le GES n'existait déjà plus ?

B / DES RÉACTIONS VARIÉES

Dans les jours qui ont suivi la décision américaine de suspendre la convertibilité du dollar en or à l'égard des autres banques centrales, presque chaque pays s'est cru obligé d'imaginer une riposte et d'adopter un régime de change particulier. Certains ont tout simplement adopté un régime de changes flottants, c'est-à-dire que la Banque centrale refusait d'annoncer qu'elle interviendrait à certains taux de part et d'autre de la parité officielle. Ceci n'a d'ailleurs pas impliqué une absence totale d'intervention et il y a eu en fait des systèmes de flottement impur. D'autres pays ont annoncé leur intention de ne plus soutenir le cours d'achat du dollar, mais seulement son cours de vente, ce qui — compte tenu des circonstances — revenait à laisser flotter leurs monnaies.

Mais certains pays ont maintenu le régime antérieur, ils ont conservé la même parité et ils ont continué à intervenir en dollars, ce qui prouve bien que les Etats-Unis n'avaient en fait rien décidé et qu'il n'y avait pas eu de dévaluation du dollar. Il n'y a d'ailleurs eu aucune réévaluation officielle à cette époque, mais bien au contraire une dévaluation de trois monnaies (celles de l'Argentine, de l'Indonésie et d'Israël) et, bien entendu, dans le cas du flottement il y a eu généralement appréciation des monnaies par rapport au dollar, c'est-à-dire dépréciation du dollar sur le marché par rapport à ces monnaies. Certains pays sont par ailleurs passés d'une intervention en

empêché le Canada de l'adopter pendant de longues années au cours des années soixante puis en mai 1970, ainsi que l'Allemagne et les Pays-Bas en mai 1971, et bien d'autres pays par la suite.

1. Ceci est pourtant caractéristique d'une période où l'on accepte sans sourciller des contradictions comme celle qui consiste à avoir les *symboles* de l'intégration économique internationale — régime de changes fixes, existence du Fonds monétaire international — sans en avoir toujours les réalités (le marché de l'euro-dollar et des euro-monnaies en est une, mais précisément on le combat), ni surtout la politique correspondante, l'Etat-nation et le principe de souveraineté restant la base théorique du système.

dollars à une intervention en livres sterling, la livre sterling étant pour sa part devenue flottante par rapport au dollar.

Enfin la France a instauré un double marché des changes, c'est-à-dire que la parité par rapport au dollar et l'intervention en dollars ont subsisté pour les opérations courantes, tandis que les opérations financières — censées être spéculatives — devaient passer sur un marché libre où la Banque de France n'intervenait pas¹.

En déclarant, le 15 août 1971, que le dollar était désormais inconvertible en or, le président Nixon n'a fait qu'officialiser une situation qui existait déjà puisque les Etats-Unis n'intervenaient plus sur le marché de l'or depuis la création du double marché en 1968 et que les banques centrales étrangères s'abstenaient de demander au Fed d'importantes conversions de dollars en or. De ce point de vue, par conséquent, les « décisions » du président Nixon étaient absolument sans portée réelle. Il aurait donc été logique que les autres pays ne prêtent même pas attention à cette déclaration des Etats-Unis et qu'ils réagissent seulement en disant : « Les Etats-Unis nous font remarquer que nous sommes en régime d'étalon-dollar. Nous le savions déjà depuis longtemps. » Il n'y avait aucun lien *logique* entre la décision des Etats-Unis de suspendre *officiellement* la convertibilité du dollar en or et les réactions des autres pays qui viennent d'être rappelées.

IV — *Les remèdes à court terme et les fantaisies de l'opinion*

Dans la négociation qui s'est déroulée jusqu'à la fin de 1971, chaque pays a essayé de tirer le maximum d'avantages, réels ou illusoires. Ainsi, les Etats-Unis ont essayé de négocier le retrait de la surcharge de 10 % sur les importations instaurée en août 1971 contre une réduction des barrières à l'égard des exportations américaines (la politique agricole de la CEE entrant sans doute dans cette catégorie, bien que les Etats-Unis n'aient jamais présenté une liste précise de

1. Il est intéressant de rappeler que, d'après un article du *Monde* du 11 juin 1971, l'adoption d'un double marché des changes par tous les pays de la CEE aurait été discutée par la Commission de la CEE les 8 et 9 mai, mais que l'Allemagne l'aurait refusée par hostilité aux mesures de contrôle qu'il impliquait et la France parce que son gouvernement craignait que ce système soit trop libéral ! Nous avons étudié ce régime de change dans notre article « Un double marché des changes est-il justifié ? », *Revue d'économie politique*, nov.-déc. 1971, 959-974.

leurs revendications) et un « meilleur partage » des dépenses militaires et autres dépenses à l'étranger. De leur côté, les autres pays ont menacé de ne pas réévaluer leurs monnaies du taux souhaité par les Etats-Unis si la surcharge n'était pas préalablement levée et si les Etats-Unis ne « contribuaient » pas eux-mêmes à la solution du problème en dévaluant leur monnaie par rapport à l'or. Nous ne tenterons pas ici de décrire et d'apprécier la tactique utilisée par les différents pays, ayant fait le choix de juger uniquement la rationalité des comportements politiques.

A / LA DÉVALUATION DU DOLLAR

L'une des revendications essentielles des principaux partenaires des Etats-Unis était constituée par la dévaluation du dollar en termes d'or. Personne ne nie, certes, qu'un « réalignement » des parités était nécessaire et nous avons d'ailleurs indiqué précédemment que le Deutsche Mark et le yen étaient sous-évalués, tout au moins avant de flotter. Il existait certainement une structure de taux de change telle que chaque pays puisse retrouver l'équilibre. Mais cette structure pouvait être atteinte de deux manières, soit en changeant la parité de la plupart des monnaies par rapport à l'or, donc par rapport au dollar (qui constituait alors le pivot du système), soit en dévaluant le dollar par rapport à l'or, les autres monnaies ayant de toute façon à décider si elles suivaient le dollar dans sa dévaluation, si elles dévaluaient moins ou pas du tout, ou même si elles réévaluaient. Il revient au même pour un pays de réévaluer sa monnaie par exemple de 10 % par rapport à l'or, le dollar conservant la même parité en or, ou de réévaluer de 5 % par rapport à l'or, le dollar étant dévalué de 5 % par rapport à l'or. La seule différence entre un réajustement avec dévaluation du dollar et un réajustement sans dévaluation du dollar est que, dans le premier cas, l'or étant réévalué, son pouvoir d'achat en termes de toutes les autres monnaies est accru, c'est-à-dire que la quantité réelle de liquidités internationales est accrue. Or, il est paradoxal que les mêmes pays qui étaient réticents à créer de nouveaux droits de tirage spéciaux (et l'ont même refusé en 1973 parce que les DRS étaient censés être inflationnistes) étaient souvent ceux qui préconisaient le réajustement par la dévaluation du dollar.

La France fut de ceux-là. Certes, parce qu'elle n'a pas eu la même politique que d'autres pays et parce qu'elle a, plus qu'eux, demandé

dans le passé aux Etats-Unis d'échanger des dollars contre de l'or, elle se trouvait en possession d'un stock d'or relativement important et elle avait donc intérêt à ce que l'or soit réévalué. L'argument selon lequel le dollar devait être dévalué ne reposait ou ne pouvait reposer que sur le désir des plus importants détenteurs d'or de réaliser un certain profit. Les arguments avancés en faveur d'une dévaluation du dollar n'ont pourtant jamais été ceux-là. On a dit, par exemple, que réévaluer l'or c'était réévaluer les droits de tirage spéciaux, puisque leur prix était alors exprimé en termes d'or. En créant de nouveaux droits de tirage spéciaux, en modifiant les dispositions relatives aux DTS de manière à ce que leur prix puisse être exprimé en d'autres termes qu'en or, en modifiant le taux de change entre les DTS et l'or ou encore en augmentant la rémunération versée sur les créances en DTS on pouvait cependant obtenir le même résultat.

On pouvait dire aussi qu'il était plus simple de dévaluer le dollar que de réévaluer les autres monnaies. Mais il était facile de répondre, ainsi que l'a fait Emil Claassen dans *Le Monde* du 21 septembre 1971 : « ... Une monnaie est en crise lorsqu'en régime de changes fixes elle est surévaluée ou sous-évaluée par rapport à sa parité fixe. Le dollar est-il surévalué ? S'il l'était, il suffirait d'augmenter le prix de l'or et de le faire accepter par les autres pays. Mais tout porte à croire que la majorité des autres pays dévalueraient également leur monnaie. Ceci signifie donc que le dollar n'est pas surévalué, mais que quelques autres monnaies sont sous-évaluées. Sous cet aspect, la décision du président Nixon a dramatisé inconsidérément la situation. »

Avec la suppression de la surcharge sur les importations américaines, la dévaluation du dollar n'en constituait pas moins la principale revendication de la plupart des pays à l'égard des Etats-Unis au cours des discussions de la deuxième moitié de 1971. Pour discuter le sens d'une telle mesure il est nécessaire de donner quelques précisions d'ordre technique. Il ne faut pas oublier en effet que, d'après les statuts du Fonds monétaire international, les parités des monnaies étaient définies par rapport à l'or. Il en résulte que la dévaluation du dollar n'avait de sens que dans un régime d'étalon-or ou d'étalon-de-change-or (GES). Or ce dernier régime n'existait plus *de facto* depuis 1968 et *de jure* depuis août 1971. C'est pourtant dans ces régimes, où il existe un prix officiel de l'or, qu'une dévaluation du dollar peut être définie et non dans le cadre de l'étalon-dollar qui prévalait à l'époque

même où on discutait de la dévaluation du dollar. Autrement dit, cela n'avait aucun sens de discuter de la dévaluation du dollar si, en même temps, on ne décidait pas la suppression de l'étalon-dollar et le retour à un système de type étalon-de-change-or ou étalon-or.

Une dévaluation du dollar pouvait correspondre à trois types de décisions :

1. Une augmentation du prix de l'or en termes de dollar et de *toutes* les autres monnaies ou, en d'autres mots, une diminution du prix de toutes les monnaies en termes d'or.
2. Une augmentation du prix de l'or en termes de dollar seulement; étant donné que l'or était censé être l'étalon il serait en fait plus correct de parler de diminution du prix du dollar en termes d'or, mais la pratique courante consiste à exprimer le prix en dollars d'une once d'or.
3. Une augmentation du prix de toutes les monnaies, sauf le dollar, en termes d'or, c'est-à-dire une diminution du prix de l'or par rapport à ces monnaies et le maintien de son prix en dollars.

Ces différentes solutions ne reviennent pas au même du point de vue des taux de change entre monnaies nationales : le taux de change entre le dollar et les autres monnaies ne change pas dans la première solution, il est pareillement modifié dans les deuxième et troisième solutions.

En ce qui concerne le prix de l'or, la troisième solution n'était pas envisageable. Que peut-on alors penser d'une augmentation du prix de l'or vis-à-vis du dollar et des autres monnaies ?

Le besoin de réévaluer le prix de l'or par rapport à *toutes* les monnaies ne peut provenir que de la constatation qu'il y a eu une inflation mondiale et que, puisqu'il n'a pas été possible de maintenir les prix mondiaux au niveau du prix de l'or, il est nécessaire de réajuster le prix de l'or au niveau des prix mondiaux. Une réévaluation du prix de l'or par rapport à toutes les monnaies n'a donc de sens qu'à condition d'être un premier pas vers la restauration de l'étalon-or (ou de l'étalon-devise-or). En d'autres termes, alors que le système choisi par tous les pays membres du système d'organisation monétaire internationale régi par les accords de Bretton Woods impliquait un ajustement de la création monétaire nationale à la base-or, on constatait que cette règle du jeu n'avait pas été respectée dans le passé et que, dans la mesure où il n'était pas possible de détruire rapidement

l'excès de liquidités nationales, il convenait d'ajuster la valeur en monnaies nationales de la base-or. Mais puisque l'étalon-or (ou l'étalon-devise-or) n'ont de sens que par rapport à leur rôle de régulation monétaire cela impliquait évidemment un engagement d'en jouer désormais les règles du jeu.

Dire par ailleurs que l'or devait être réévalué par rapport au seul dollar revenait à dire que l'inflation américaine avait été trop forte pour permettre au prix de l'or en dollars d'être un prix d'équilibre, mais que la politique monétaire des autres pays avait été telle que le prix de leurs monnaies en termes de dollar était trop faible, c'est-à-dire que les règles du jeu du système d'étalon-dollar-or n'avaient pas été respectées.

Dans chacune des hypothèses précédentes, si la décision de changement de taux de change ou de prix de l'or n'est pas liée à un engagement de revenir à l'étalon-or ou à l'étalon-devise-or elle est totalement dénuée de sens.

Ainsi, il semble que l'on doive décomposer en plusieurs éléments les décisions du 18 décembre 1971 par lesquelles ont été assurées une série de dévaluations et de réévaluations :

a) *Une augmentation du prix de l'or.* — Certes, le prix de l'or en termes, par exemple, de Deutsche Mark ou de yen — monnaies qui ont été réévaluées — a été diminué, mais il a en moyenne augmenté et il a certainement augmenté en termes de dollar. Quelle signification peut avoir cette augmentation du prix de l'or ?

L'augmentation du prix de l'or aurait pu avoir une signification importante, à savoir de restaurer une parité d'équilibre entre l'or et les autres monnaies et de permettre le retour à un régime d'étalon-devise-or, ainsi qu'il a été expliqué précédemment. Autrement dit, la réévaluation de l'or aurait correspondu à l'épuration d'un passé où les prix mondiaux avaient trop augmenté du fait d'une politique monétaire trop expansionniste dans le monde par rapport à la base-or. En 1971, on se trouvait *en fait* en régime d'étalon-dollar et la décision du président Nixon de suspendre la convertibilité du dollar en or au mois d'août 1971 n'était que l'officialisation d'une situation existante. L'augmentation du prix de l'or en décembre 1971 aurait donc pu signifier un désir de revenir au fonctionnement normal du régime d'étalon-dollar-or. *Il était donc parfaitement contradictoire de réévaluer le prix de l'or sans rétablir sa convertibilité en termes du dollar et des autres*

monnaies. Selon l'expression utilisée par Fritz Machlup¹, « le dollar qui était inconvertible en or pour un prix de l'or de 35 dollars est resté inconvertible à un prix de 38 dollars ». Que signifie, en effet, la seule augmentation du prix auquel se feraient d'éventuelles transactions en or entre banques centrales *exclusivement* ? Simplement que la valeur en monnaies nationales de leurs réserves est accrue, mais certainement pas que le monde est revenu à un régime d'étalon-devise-or. Certes, il ne pouvait être question que le passage du prix de l'or de 35 \$ à 38 \$ permette le rétablissement de la convertibilité car la demande était supérieure à l'offre au nouveau prix, de telle sorte que les banques centrales auraient perdu plus ou moins rapidement leurs réserves d'or. Mais, précisément, la décision de faire passer le prix de l'or à 38 \$ est une demi-mesure sans signification. Trois autres hypothèses auraient eu plus de signification :

— Le maintien du prix de l'or à 35 \$. Puisque, de toute façon, la convertibilité de l'or était supprimée, peu importait le prix de cet actif abstrait qui reposait dans les caves des banques centrales et qu'elles n'échangeaient même pas entre elles. Pourquoi alors changer un prix qui n'était utilisé dans aucune transaction ?

— L'augmentation du prix de l'or à un niveau significatif, de manière à pouvoir restaurer les mécanismes du régime d'étalon-devise-or. Mais encore faudrait-il se demander par quel miracle un système dont on a vu qu'il n'avait pas pu fonctionner dans le passé, dans la mesure où ses règles étaient contradictoires avec les pratiques habituelles des autorités monétaires (refus de la baisse des prix mondiaux), pourrait fonctionner dans le futur. C'est le pouvoir discrétionnaire des autorités monétaires dans la conduite de la politique monétaire qu'il aurait fallu mettre en cause.

— La démonétisation de l'or, les banques centrales se contentant de se débarrasser de leur or sur le marché, au prix — variable — du marché au lieu d'intervenir à prix fixe comme cela était le cas en régime d'étalon-or. C'est d'ailleurs ce qui a été décidé ultérieurement.

b) Le deuxième élément constitutif des décisions de décembre 1971 est représenté par une *dévalorisation relative du dollar par rapport à certaines autres monnaies*. Ainsi qu'il vient d'être expliqué, cette déva-

1. Au cours d'une conférence à l'Université Paris IX - Dauphine le 26 janvier 1972.

lorisation aurait pu être obtenue exactement dans les mêmes proportions sans changement du prix de l'or en dollars au moyen de réévaluations de différentes monnaies par rapport à l'or. Il est indéniable qu'un réajustement des parités de certaines monnaies par rapport au dollar était nécessaire. Cependant, s'il avait été reconnu que le monde n'était plus et ne pouvait plus être en régime d'étalon-dollar-or, mais qu'il se trouvait en régime d'étalon-dollar et qu'il ne pouvait en être autrement aussi longtemps qu'un autre système n'aurait pas été adopté, on aurait également reconnu que, par définition, l'étalon ne peut pas être modifié et que c'était donc aux autres pays de modifier la parité de leurs monnaies de manière à obtenir la dévalorisation *relative* du dollar nécessaire.

c) Enfin, il est très important de noter que *toutes les monnaies n'avaient pas à être revalorisées par rapport au dollar exactement dans les mêmes proportions* et qu'elles ne l'ont d'ailleurs pas été. Ce point est important car il signifie qu'il n'y a pas eu en 1971 de « crise du dollar », auquel cas il aurait été nécessaire et suffisant de dévaluer le dollar d'un même taux par rapport à toutes les monnaies ou de réévaluer toutes ces monnaies d'un même taux par rapport au dollar. Le fait que certaines monnaies aient été dévaluées en même temps que le dollar, d'autres réévaluées, tandis que d'autres parités restaient inchangées, signifie bien que chaque pays avait sa part de « responsabilité » dans la situation et que chacun avait des objectifs différents du point de vue de sa balance des paiements. Ce qu'il y a eu de particulier en 1971 par rapport aux « crises » monétaires antérieures, c'est que les déséquilibres sont apparus la même année dans plusieurs grands pays, ce qui impliquait un réajustement simultané de plusieurs parités. Mais, une fois de plus, ce réajustement pouvait se faire sans modification de la parité du dollar en or.

A l'argument de la simplicité que certains ont invoqué pour réclamer une dévaluation du dollar (mais qui n'a de valeur qu'au cas où un réaligement de toutes les monnaies, dans le même sens et pour un même montant, est nécessaire) on peut opposer l'argument de la logique puisque toutes les banques centrales, sauf celle des Etats-Unis, intervenaient sur le marché des changes — en dollars — et qu'un changement de parité (dévaluation ou réévaluation) signifie un changement du taux d'intervention de ces mêmes banques cen-

trales. Il est évident que la Banque centrale des Etats-Unis ne pouvait pas modifier son prix d'intervention sur un marché où elle n'avait jamais déclaré de prix d'intervention. Seules donc les autres banques centrales étaient susceptibles d'assurer le « réalignement ».

La stratégie américaine peut être interprétée de manière quelque peu machiavélique : parce qu'ils ont de bons économistes et parce qu'ils savent les écouter, les Etats-Unis savaient bien depuis le début de la crise qu'une dévaluation du dollar n'avait aucune portée¹. Mais ils ont feint d'y attacher beaucoup d'importance de manière à pouvoir obtenir des avantages réels en contrepartie. De ce point de vue, il est significatif que les Etats-Unis aient dès le début essayé d'obtenir une « plus juste répartition de leurs charges particulières » et un abaissement de la protection des autres pays.

De même, il est significatif que ce soient les Etats-Unis qui aient finalement « cédé » dans la négociation, car sans doute étaient-ils décidés à le faire dès le début — peut-être pas au moment où les décisions du président Nixon ont été prises à Camp David, mais peu après — et il leur suffisait de dramatiser la situation en attendant d'en recueillir les fruits. Peut-être trouvons-nous là un cas où est dominé et exploité celui qui le veut bien, en particulier celui qui prétend que la nature politique d'un problème peut dispenser de toute réflexion économique.

On peut évidemment adopter une autre interprétation de ces événements et penser que les Etats-Unis avaient des raisons précises de désirer une dépréciation relative du dollar par rapport aux autres monnaies. Il était d'ailleurs relativement fréquent d'entendre dire aux Etats-Unis qu'il était « injuste » que les Etats-Unis n'aient pas les mêmes possibilités que les autres pays de modifier leur parité, ce qui est le cas lorsqu'on se trouve en régime d'étalon-dollar. Ceci est intéressant à noter puisque, selon que l'on se trouve d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique, on considère le système monétaire comme injuste pour les uns ou pour les autres.

L'opinion selon laquelle la non-intervention de leur Banque centrale priverait les Etats-Unis d'un instrument de politique économique — la modification de la parité — est inspirée par de vieux

1. Si la dévaluation du dollar ne représentait pas un fardeau pour les Etats-Unis, le refus d'un réajustement aurait certainement été un fardeau, sous forme d'inflation importée et d'excédent de balance des paiements, pour un certain nombre d'autres pays.

réflexes mercantilistes, renforcés par le keynésianisme. Mais nous savons, d'une part, qu'il n'y a aucune raison de désirer un solde positif de la balance commerciale et que, par ailleurs, une modification de la parité ne peut pas avoir d'effet sur la balance commerciale autrement qu'à court terme. L'argument selon lequel les Etats-Unis doivent avoir la liberté de modifier leur parité comme les autres pays est donc tout à fait fallacieux.

Dans la mesure où, cependant, il n'est pas généralement reconnu comme tel, on peut admettre que les pouvoirs publics américains désiraient réellement obtenir un « réalignement monétaire » pour des motifs de balance commerciale, même si ceux-ci ne sont pas justifiés. Leur Banque centrale n'intervenant pas sur le marché des changes, il lui était évidemment impossible de dévaluer le dollar, puisqu'une dévaluation signifie une modification du prix d'intervention. On ne peut évidemment pas modifier un prix d'intervention lorsqu'on n'intervient pas ! C'était bien le cas des Etats-Unis puisque, depuis 1968, il n'y avait même plus d'intervention en or.

Pour atteindre leur objectif de « rétablissement de la balance commerciale », aussi illusoire soit-il, les pouvoirs publics américains estimaient donc nécessaire une modification des taux de change entre le dollar et d'autres monnaies, mais n'ayant pas le moyen de leur politique ils cherchaient « quelque chose » à faire pour forcer les autres banques centrales à réévaluer, alors qu'elles ne semblaient pas le désirer. Peut-être est-ce ainsi que l'on peut interpréter la décision américaine de « suspendre la convertibilité du dollar ».

Or, dans la mesure où l'étalon-or n'était plus en vigueur depuis 1968, cette décision n'avait aucune portée réelle et elle pouvait s'analyser comme une simple mesure de gestion interne de la Banque centrale américaine, désireuse de ne pas perdre toutes ses réserves en or à un prix sous-évalué. En fait, le dollar restait convertible *en toute autre monnaie comme en tout autre bien* et c'est cela qui importait véritablement. En effet, ce qui donne à un bien son caractère monétaire c'est sa capacité à être transformé en d'autres biens, sa capacité à être un pouvoir d'achat disponible. De ce point de vue, le caractère monétaire du dollar n'était en rien modifié par la décision des autorités américaines et le dollar restait même la monnaie dotée du plus fort degré de liquidité dans le monde, c'est-à-dire de la plus forte capacité à être transformé en n'importe quoi, auprès de n'importe qui, n'im-

porte quand. L'opinion, à qui l'on avait annoncé que le dollar était devenu « inconvertible », sans autre qualification, a cru que le dollar avait perdu ses qualités traditionnelles et c'est pourquoi l'on a vu fleurir des expressions telles que le « déclin » du dollar, la « faillite » du dollar (pour ne pas dire des Etats-Unis), etc. En fait, la suspension de la convertibilité en or du dollar pouvait tout au plus être interprétée comme un *signal* émis par le Fed à l'intention des autres banques centrales pour leur dire à peu près « faites quelque chose du point de vue des taux de change, c'est-à-dire de vos prix d'intervention sur le marché des changes ; je me vois obligé de prendre une mesure à votre encontre parce que vous n'avez rien fait jusqu'à présent ». Mais Richard Nixon et les autres hommes politiques ont dramatisé ce signal.

Il est curieux de constater que ce sont les autres banques centrales qui réclamaient la dévaluation du dollar, alors que c'était à elles de modifier leur taux d'intervention. Leurs réactions ne s'expliqueraient alors que de deux manières : ou bien une profonde incompréhension du fonctionnement de l'étalon-dollar ou bien un désir de forcer les Etats-Unis à se « plier » à leur volonté, celle-ci fût-elle sans objet. Nous entrons alors dans le domaine de la mythologie des symboles.

En fait, les ministres des Finances du Canada et de l'Italie avaient bien affirmé au cours d'une émission télévisée que la question du prix de l'or était secondaire¹ et le second le redit au cours de l'Assemblée annuelle du FMI en 1971 : « Le problème de l'or en termes de monnaies individuelles est un problème d'importance secondaire pour le processus de réaligement. »

Parmi les plus fervents défenseurs d'une dévaluation du dollar on trouvait évidemment les autorités françaises. D'après une dépêche en date du 20 octobre 1971 du correspondant du *New York Times*, les autorités françaises se seraient opposées à une réévaluation du franc sans dévaluation du dollar sous prétexte que la France avait déjà un large déficit commercial avec les Etats-Unis. Cet argument, pourtant, est sans aucune portée puisqu'un déficit commercial entre deux pays ne signifie absolument pas qu'il existe un déséquilibre entre les deux pays, que par ailleurs une réévaluation du franc par rapport à l'or est exactement identique à une dévaluation du dollar par rapport

1. *Le Monde*, 28 septembre 1971.

à l'or en ce qui concerne les relations entre le franc et le dollar et, enfin, que le taux de variation de la parité d'une monnaie ne doit absolument pas dépendre de la balance commerciale du pays correspondant — et encore moins de sa balance commerciale à l'égard d'un pays spécifique — mais des différentiels d'inflation entre ce pays et ceux avec lesquels il est en relation de changes fixes.

Mais il est encore plus étonnant d'analyser les deux seules justifications de la position française apportées par Valéry Giscard d'Estaing à l'Assemblée annuelle du FMI en septembre 1971. Après avoir affirmé que « la considération de l'équilibre économique... conduit... à une répartition plus équitable du fardeau de l'ajustement des taux de change », celui-ci illustra son propos par l'exemple des prix du café et des céréales. D'après lui, le maintien du prix du dollar et la réévaluation des autres monnaies correspondraient à une diminution des prix de ces produits en monnaies autres que le dollar, alors qu'il n'en serait pas de même dans le cas où le dollar serait dévalué et les autres monnaies réévaluées : « Ne convient-il pas plutôt de prévoir que le prix payé en monnaie nationale aux producteurs locaux ne pourra pas diminuer, ce qui signifie un mouvement simultané des prix exprimés en dollars et donc, comme nous le jugeons nécessaire, un réaligement de l'ensemble des monnaies, sans aucune exception ? » En fait, ce raisonnement serait valable si le prix du café et des céréales était fixé en or, car une réévaluation du prix de l'or serait aussi une réévaluation du prix de ces produits; mais cela n'est pas le cas et, quelle que soit la monnaie en laquelle ces prix sont exprimés, il revient exactement au même que le dollar soit ou non dévalué, la seule chose importante étant le changement de parité relative entre le dollar et les autres monnaies.

La deuxième justification donnée par le ministre français à la demande d'une dévaluation du dollar consistait à souligner que les DRS seraient ainsi réévalués, argument que nous avons déjà mentionné.

On sait que les positions françaises finirent par prévaloir lors de la rencontre des Açores entre le président Nixon et le président Pompidou. En échange de la dévaluation du dollar, les Etats-Unis obtenaient que des négociations commerciales s'ouvrent avec la CEE pour aménager des dispositions que les Etats-Unis trouvaient défavorables pour eux, « l'examen des questions fondamentales en matière de commerce » devant recouvrir aussi bien la suppression de la sur-

taxe aux importations américaines (à laquelle se substitua le réaligement des parités) que les exportations de certains produits agricoles des Etats-Unis et l'organisation du marché mondial des céréales.

La croyance en la nécessité d'une dévaluation du dollar était en tout cas très largement partagée. Pierre Drouin écrivait¹ : « Comme c'est l'évidence, le déficit énorme de la balance des paiements des Etats-Unis conduit normalement à la dévaluation de la monnaie américaine. » Mais peut-être l'économie est-elle un domaine où il faut se méfier des évidences. Et lorsque M. Reuss, président de la Commission économique mixte du Congrès sur les paiements et les échanges internationaux, déclarait à la fois qu'il fallait dévaluer le dollar et réformer le système monétaire international de manière à interdire aux autorités monétaires d'acheter de l'or sur le marché libre², il énonçait deux propositions contradictoires puisqu'on voit mal pourquoi il était nécessaire de modifier le prix relatif entre le dollar et l'or si plus aucune transaction ne devait se faire à ce prix... Michel Rocard, pour sa part, écrivait³ : « Le monde entier demande-t-il une dévaluation du dollar ? — Non, dit Nixon : que ceux qui le peuvent réévaluent leurs monnaies, il me restera toujours la possibilité d'acheter des matières premières du Tiers Monde avec un dollar non dévalué. » Cette phrase fournit un exemple d'une technique très en usage dans certains milieux, consistant à faire passer une idée fausse en ajoutant un mot à contenu émotif qui n'a rien à voir avec le problème envisagé, par exemple celui de « Tiers Monde ».

En fait, on n'en finirait pas de citer les déclarations en faveur de la dévaluation du dollar car il faudrait pratiquement citer tous ceux — et ils sont nombreux ! — qui ont exprimé une opinion à l'époque sur les problèmes monétaires internationaux. Mais nous connaissons aussi les confidences d'une personnalité officielle éminente d'un grand pays européen, qui avait essayé de persuader ses collègues du peu d'importance de cette question, mais qui, découragé de ne pas se faire comprendre, avait fini par accepter officiellement la thèse en usage.

1. *Le Monde*, 16-17 mai 1971.

2. Information fournie par *Le Monde*, 23 septembre 1971.

3. *Le Monde*, 8 septembre 1971.

B / LE RÉALIGNEMENT DES PARITÉS

Au cours du deuxième semestre de 1971 tout le monde s'accordait pour dire qu'un réajustement de parités était nécessaire, mais le désaccord naissait dès qu'il s'agissait de préciser des montants et ce fut l'une des raisons de la durée de la « crise ». D'une manière générale, la position de la plupart des pays fut très étroitement mercantiliste, à savoir que chacun souhaitait préserver un excédent de balance commerciale aussi important que possible. En fait, cette attitude a peut-être deux composantes, que l'on retrouve presque toujours dans toutes les discussions concernant les variations de taux de change :

► 1^o Il y a tout d'abord un mythe de l'exportation ou, plus précisément, du solde positif de la balance commerciale. L'opinion s' imagine, en effet qu'il est « bon » d'exporter plus qu'on importe et, surtout, elle est fière que les marchandises nationales soient « désirées » sur les marchés extérieurs.

Pourtant, avoir un solde positif de sa balance commerciale signifie pour un pays qu'il transfère à l'extérieur plus de biens et de services qu'il n'en reçoit, c'est-à-dire que la consommation et l'investissement (donc les possibilités futures de croissance) en sont diminués. Bien entendu, il reçoit quelque chose en contrepartie : il peut s'agir de titres étrangers à plus ou moins long terme, ce qui signifie qu'il recevra plus tard des recettes d'intérêt et de remboursement qui lui permettront, s'il ne désire pas les placer à nouveau à l'étranger, de consommer et d'investir plus dans le futur. En ce sens, un excédent commercial représente seulement un choix en faveur d'une consommation future aux dépens de la consommation actuelle, un déficit commercial représente un choix en faveur de la consommation présente aux dépens de la consommation future. Il n'y a donc pas de raison *a priori* de dire qu'un pays donné doit avoir un solde positif de sa balance commerciale.

Tout le monde considère comme normal que certains individus puissent désirer acheter à crédit, c'est-à-dire dépenser une somme plus importante que leur revenu, donc s'endetter, et il serait légitime dans ce cas de dire que la balance commerciale de ces individus est déficitaire. Si globalement tous les agents économiques d'un pays ont des préférences telles qu'ils désirent consommer ou investir plus

qu'ils ne produisent, quitte à rembourser plus tard leurs emprunts à l'étranger, il y a, par définition, un déficit commercial, mais on ne voit pas en quoi cette situation serait regrettable. Elle traduit tout simplement les préférences des décideurs¹.

► 2^o La deuxième composante de l'attitude positive de l'opinion à l'égard de l'exportation provient de ce que, dans une situation donnée, si les exportations augmentent, la demande globale augmente et, en fonction des vieux réflexes issus de la pensée keynésienne, on estime que la production doit augmenter et le chômage diminuer. Si l'on refuse cette conception des choses, comme il y a de bonnes raisons de le faire², et si l'on admet que le chômage n'est pas explicable par une insuffisance de la demande globale, cet argument en faveur du développement des exportations tombe évidemment. Mais, même si l'on reste fidèle à la tradition keynésienne, il faut bien admettre que les exportations ne constituent pas la seule composante de la demande globale et qu'il peut être préférable de développer d'autres composantes telles que l'investissement ou les dépenses publiques.

Il résulte de ces opinions erronées que tous les pays cherchent en même temps à avoir un excédent de leur balance commerciale, ce qui est évidemment impossible puisque l'excédent d'un pays est le déficit des autres. La crise de 1971 n'a pas manqué de faire apparaître une telle situation, ce qui a certainement contribué à retarder la conclusion d'un accord sur le réaligement des parités monétaires.

Le *Washington Post* du 20 octobre 1971 note par exemple : « Washington demande aux autres nations de provoquer une variation de 13 milliards de dollars dans la balance des paiements des Etats-Unis. Les autres pays répondent qu'une variation de 8 à 9 milliards est suffisante. En outre, chaque nation prétend que ses voisins sont en meilleure position économique pour faire une contribution substantielle. La France, par exemple, a souligné que son propre surplus

1. Ces idées sont développées dans notre ouvrage, *Economie internationale*, t. 1 : *Economie financière*, Paris, Armand Colin, 1974, chap. I, coll. « U ».

2. Voir par exemple, E. CLAASSEN et P. SALIN, *L'Occident en désarroi. Turbulences d'une économie prospère*, Paris, Dunod, 1978, chap. I, et notre article, « Oublions Keynes », *Banque*, juill.-août 1979, 831-835.

de paiements¹ est illusoire et que le franc ne devrait pas être du tout réévalué par rapport au dollar »².

Cet exemple est instructif pour plusieurs raisons. Il est certain qu'un réajustement de balance commerciale d'une telle ampleur n'est pas sans imposer des changements de structures productives importants dans tous les pays. Dans un système où les taux de change sont trop rarement modifiés, alors que les taux d'inflation sont très différents selon les pays, des situations de déséquilibres sont ainsi perpétuées. Lorsqu'une dévaluation a cependant lieu, elle risque d'être perçue comme excessive. Elle peut d'ailleurs l'être car le pays qui dévalue, sachant qu'il ne pourra pas répéter immédiatement l'opération, veut se donner une « marge de sécurité ». Mais celle-ci est difficilement acceptée par les autres pays qui en évaluent plus ou moins bien l'impact immédiat sur leur activité économique et qui souhaitent, par conséquent, une moindre réévaluation relative de leur monnaie.

Il est par ailleurs curieux que les Etats-Unis aient insisté pour dégager un important solde excédentaire supplémentaire de leur balance commerciale. Ils n'avaient pas à s'émouvoir de ce que, pour la première fois depuis 1893, leur balance commerciale se trouve en déficit³. Ils auraient dû au contraire s'en réjouir, d'autant plus que le financement de ce déficit se faisait à un taux d'intérêt nul ou faible grâce à l'accumulation de dollars à l'extérieur. C'était aux autres pays de décider éventuellement qu'ils ne souhaitent plus financer le déficit commercial américain et les sorties de capitaux des Etats-Unis

1. Il est question ici de la balance des paiements globale, mais il est certain qu'en fait les chiffres indiqués se rapportent à la seule balance commerciale. Le même journal avait fait état, dans son numéro du 26 septembre, d'un passage de la balance *commerciale* d'un déficit de 5 milliards à un surplus de 8 milliards, ce qui représente bien une variation de 13 milliards de dollars.

2. Ainsi, la Commission de la CEE qui, par ailleurs, exprimait le désir qu'une dévaluation du dollar soit réalisée, exprimait ses inquiétudes devant la prévision d'une baisse de 2 milliards de dollars des exportations de la CEE vers les Etats-Unis à cause de la surcharge sur les importations, et les ministres des six pays songeaient à aider leurs exportateurs (d'après le *New York Times* du 21 septembre).

De même un rapport du GATT, adopté unanimement par les 55 membres de son conseil le 16 septembre à Genève, indiquait que la surcharge américaine avait eu des « effets sérieux » sur le commerce des autres pays membres du GATT et qu'elle était donc « inappropriée » pour porter remède au déficit de la balance des paiements des Etats-Unis (*New York Times*, 17 septembre 1971).

3. Auparavant, l'excédent commercial et la vente de dollars liquides — déficit de la balance des paiements — permettaient de financer les sorties de capitaux américaines.

par accumulation de dollars. De ce point de vue par conséquent il aurait été logique que les Etats-Unis plaident pour un faible « rétablissement » de leur balance commerciale et les autres pays pour un « rétablissement » de grande dimension¹. Encore faut-il prendre conscience du fait qu'une partie importante des dollars vendus par les Etats-Unis ont toujours été détenus par le secteur privé étranger, que les autorités monétaires n'ont pas le moyen de diminuer cette accumulation et qu'elles n'ont aucune raison de s'en préoccuper.

En fait, ce débat sur la dimension des variations de parités en fonction de certains objectifs de balance commerciale paraît d'autant plus vain que l'on accepte l'idée — maintenant acceptée par un nombre croissant d'économistes — que les variations de parité n'ont aucun effet durable sur la balance commerciale. Si tous les pays avaient des politiques monétaires compatibles avec l'existence d'un régime de taux de changes fixes, la balance commerciale d'un pays serait simplement la contrepartie des ventes et des achats de titres et de monnaie qu'il désirerait effectuer avec le reste du monde. Par contre, si les politiques monétaires sont incompatibles, il existe des flux monétaires allant des pays plus inflationnistes vers les pays moins inflationnistes. En contrepartie, les pays moins inflationnistes vendent des titres et des produits. L'appréciation de la monnaie des pays moins inflationnistes supprime ces flux de produits, de titres et de monnaies. Il en résulte que toute discussion sur le réaligement aurait dû considérer non pas les objectifs — illusoires — de la balance commerciale, mais les divergences passées de politique monétaire et les prévisions relatives aux divergences futures possibles ou désirées.

Il semble donc que des incertitudes nombreuses aient existé déjà au niveau de la confrontation des objectifs de balance des paiements des différents pays intéressés; en premier lieu parce que l'optique mercantiliste — consistant à rechercher un excédent de balance commerciale — a prévalu; en deuxième lieu parce que la durée sur laquelle les effets du réaligement devaient se faire sentir n'a pas été précisée; enfin, parce que les objectifs de politique monétaire et les choix de régimes de change n'ont pas été évoqués. Les autorités ont

1. On peut, cependant, approuver la position prise alors par les autorités italiennes, selon lesquelles un certain déficit américain était nécessaire pour fournir des liquidités internationales au reste du monde, ce qui impliquait de critiquer l'objectif de 13 milliards de modification de la balance commerciale américaine (*Washington Post*, 26 septembre 1971).

préférait discuter des taux de réaligement et de la dévaluation du dollar et en fixer les niveaux avant de se mettre d'accord sur la réforme du système monétaire international.

L'année 1971 offre un autre exemple intéressant de problème concernant le réaligement des parités. Il s'agit de l'expérience allemande de « flottement » du Deutsche Mark à partir du 5 mai 1971. A titre d'illustration de la panique irraisonnée qui saisit l'opinion devant ce changement qu'est la flexibilité des taux de change, nous citerons les premières questions posées par un journaliste de *L'Express* au ministre de l'Economie allemand, Karl Schiller¹ (nous supprimons les réponses de celui-ci) :

« Monsieur Schiller vous êtes l'apôtre du flottement des monnaies. Pourquoi ?... »

« C'est un équilibre favorable aux Etats-Unis... »

« Mais vous venez quand même au secours des Etats-Unis... »

« Vous payez la protection militaire américaine »...

...

L'arrogance que révèle le style de ces questions montre à quel point les obsessions politiques peuvent conduire à tenir pour nécessairement valables des propositions qui n'ont strictement aucun fondement, mais qui sont si généralement acceptées qu'il ne paraît même pas nécessaire de les justifier. Or, faut-il encore répéter que le déficit de la balance des paiements américaine ne gêne en rien les Etats-Unis ? Qu'en laissant flotter le Deutsche Mark vers le haut l'Allemagne rend possible une politique monétaire plus restrictive chez elle et atténue les entrées de dollars ? Que ce flottement constitue par conséquent un moyen de résoudre le problème en cause, qu'il est favorable à l'Allemagne et défavorable aux Etats-Unis puisque ceux-ci ne peuvent plus vendre autant de dollars ?

En mai 1971, lorsque K. Schiller a proposé à ses partenaires de la CEE un flottement concerté à l'égard du dollar, une occasion a peut-être été manquée. En acceptant cette proposition, les pays européens auraient permis le rééquilibre monétaire international, tout au moins s'ils avaient pu simultanément mettre en œuvre une coordination efficace de leurs politiques monétaires².

1. 6-12 septembre 1971.

2. Cf. la déclaration suivante de M. Otmar EMMINGER, vice-président de la Bundesbank (d'après *Le Monde*, 17 septembre 1970) : « Il découle de la logique monétaire qu'une

En fait, dans la critique de l'expérience allemande, on a confondu deux choses : d'une part le flottement de la monnaie, d'autre part le fait que, dans ce cas particulier, le flottement a eu lieu dans le sens de la hausse¹. Nous avons déjà dit comment une plus grande flexibilité des taux de change aurait évité une sous-évaluation du Deutsche Mark qui a orienté les structures productives allemandes vers l'exportation et, surtout, favorisé l'importation de l'inflation. D'une manière ou d'une autre, un réajustement était donc nécessaire. Mais la réorientation des activités productrices demande du temps. Il n'est donc pas étonnant que le flottement du Deutsche Mark vers le haut ait entraîné un effet dépressif sur certaines activités et finalement sur l'ensemble de l'économie. Il en aurait été de même si la réappréciation relative par rapport au dollar et à certaines autres monnaies avait été obtenue par une réévaluation et non par le flottement. Ainsi, c'est la fixité antérieure du taux de change et sa sous-évaluation — et non le flottement du Deutsche Mark — qui sont responsables des effets dépressifs constatés dans l'économie allemande au cours du deuxième semestre 1971. La production intérieure avait été artificiellement tournée vers l'extérieur aux dépens, d'ailleurs, des consommateurs nationaux — et le rééquilibre devait en tout état de cause être effectué.

L'hostilité à l'égard de cette appréciation du Deutsche Mark venait encore d'une autre cause. Ainsi que nous l'avons suffisamment dit, la sous-évaluation d'une monnaie favorise les producteurs qui exportent aux dépens des autres agents économiques (puisque l'on produit plus qu'on ne consomme et investit). Aussi, lorsque la monnaie est réévaluée et que l'on revient par conséquent à une situation où la consommation et l'investissement se rapprochent du niveau

telle indépendance (vis-à-vis du dollar) n'est à la longue possible que si l'on est prêt à la manifester également dans le taux de change. Les Français, qui passent pour avoir un sens aigu de la logique, ne pourront vraisemblablement pas se soustraire à la longue à un tel raisonnement. » La suite des événements a confirmé la lucidité de ce jugement.

1. Le texte suivant donne un exemple de confusion du même genre. Le *New York Times* du 1^{er} septembre 1971 notait que « les observateurs diplomatiques à Paris ont dit que la France semblait avoir confiance en sa capacité à continuer à être l'« homme seul » du système monétaire, c'est-à-dire la seule nation maintenant un taux de change fixe et défiant la pression américaine visant à accorder au dollar l'avantage concurrentiel qu'un taux flottant lui apporterait ».

Il est assez amusant de vouloir maintenir la fixité de sa monnaie lorsque toutes les autres monnaies flottent. On ne peut guère, en effet, la maintenir qu'à l'égard de l'une d'entre elles. S'il s'agit du dollar, cela signifie simplement que l'on désire rester monétairement dépendant des Etats-Unis.

de la production, ceux des producteurs qui voient leurs exportations diminuer se plaignent de la diminution de leurs débouchés, tandis que les autres agents économiques ne disent rien, de telle sorte qu'il semble que la nation est dans son ensemble hostile au réajustement¹. C'est pour des raisons similaires qu'un pays peut être amené à pratiquer une politique de sous-évaluation de sa monnaie : un producteur *particulier* bénéficie d'une extension de ses débouchés due à l'augmentation des exportations et il en retire de plus grands profits. Il y a donc une pression des producteurs sur les autorités pour favoriser les exportations, mais au plan global cela se traduit par une diminution des ressources disponibles pour la nation dans son ensemble. Cette situation était par exemple évidente au Japon, où en 1971 les industriels faisaient pression sur leurs autorités pour éviter une réévaluation du yen. Ainsi, les réévaluations du Deutsche Mark ou du yen n'auraient pas dû être interprétées comme des défaites par rapport à un pays dominateur, les Etats-Unis, mais comme une revanche des citoyens du Japon et de l'Allemagne sur certains producteurs de ces pays².

En définitive, nous nous rallions totalement à l'opinion exprimée par Otmar Emminger :

« Le reproche nous a été adressé fréquemment, en particulier du côté français, qu'en arrêtant l'achat illimité de dollars et en laissant flotter le cours du Mark nous avons opté pour le dollar et contre l'Europe.

« En ce qui concerne le dollar, nous avons en effet toujours eu le sentiment qu'on optait vraiment pour le dollar tant qu'on maintenait un taux de change fixe envers la devise américaine même si cela nous oblige à accepter des entrées illimitées de dollars conduisant à grossir d'autant la masse monétaire du pays victime de cet afflux. Cela signifie

1. Le *Neue Zürcher Zeitung* du 23 juin écrivait qu'« il est significatif que les groupes intéressés dans l'industrie et la banque, hostiles au flottement, n'ont jusqu'à présent pas apporté de contre-arguments convaincants à son encontre ».

2. On a montré dans les années récentes que la croissance de l'Etat pouvait s'expliquer par le fait que chaque individu ou groupe d'individus a intérêt à obtenir un avantage particulier de l'Etat mais pas à lutter contre les avantages obtenus par d'autres. De la même manière certains exportateurs ont intérêt à inciter les autorités monétaires à maintenir une sous-évaluation de la monnaie, mais personne ne trouve rentable de lutter contre cette politique. C'est dire que la monnaie et le taux de change ne sont pas gérés par les autorités publiques en fonction du « bien-être social », mais en fonction de certains intérêts particuliers.

que l'on se livre pieds et poings liés au dollar, à la balance des paiements américaine et à l'euro-dollar. Qui plus est, on renonce aussi complètement à toute politique monétaire propre.

« En acceptant ce principe, et surtout en le pratiquant à outrance, on abandonne alors sans réserve son système monétaire à la contamination inflationniste d'origine extérieure. Aussi avons-nous admis que le flottement momentané du Mark nous redonnait une certaine autonomie envers le dollar et plus encore envers la dictature de l'euro-dollar. Par là même, c'est une certaine indépendance à leur égard qui a été restaurée. »

Il est triste que cette voix soit restée si isolée, si mal comprise et même si critiquée.

L'hostilité à l'égard des taux de change flottants était telle que l'on a considéré comme une victoire (« française ») le fait qu'on n'y ait pas eu davantage recours en 1971. C'est ce qui permettait par exemple à Roger Priouret, d'écrire¹ : « M. Karl Schiller a vraiment cru aux changes flottants à perpétuité. Il n'y croit plus, ou il est le seul à y croire en Allemagne, ce qui revient au même », ou à M. Valéry Giscard d'Estaing de déclarer² en 1972 : « L'ère du flottement est terminée. » Il ne faudra pourtant pas attendre longtemps — le printemps 1973 — pour qu'apparaisse le flottement généralisé sans même que la « crise du pétrole », prétexte commode pour justifier tant de retournements d'opinions, ait encore pris naissance.

Répétons-le : cette « crise monétaire » de 1971 a été emplie de paradoxes, aussi bien du simple point de vue de son existence que du point de vue des solutions qui ont été proposées. Ainsi, alors que les Etats-Unis n'auraient pas dû se soucier de leur balance des paiements, ils ont demandé un « réalignement des parités », puis se sont déclarés favorables au flottement des monnaies. Dès le début d'août 1971³, M. Reuss aurait recommandé au président Nixon de laisser flotter le dollar. Il est très surprenant qu'une telle personnalité ait ainsi recommandé une mesure que les Etats-Unis ne pouvaient pas adopter : en effet, laisser flotter sa monnaie consiste, pour un pays, à ne pas intervenir sur le marché des changes. Or, précisément, le

1. *L'Express*, 22-28 novembre 1971.

2. Exposé prononcé devant une conférence de chefs d'entreprises américains et européens à Versailles le 3 mars 1972.

3. Si l'on en croit une information publiée dans *Le Monde* du 23 septembre 1971.

régime d'étalon-dollar où l'on se trouvait alors était un régime où les Etats-Unis étaient les seuls à ne pas intervenir sur le marché des changes et la fixité n'était maintenue que par l'intervention des *autres* banques centrales. Comment un pays pourrait-il décider de ne plus faire quelque chose qu'il ne faisait pas ? Et lorsque le flottement s'est généralisé c'est bien parce que les autres banques centrales en ont décidé ainsi. D'un autre côté, le thème du flottement instrument de domination des Etats-Unis est également un thème fréquent, alors que, nous l'avons vu, c'est précisément le flottement qui permet de se rendre indépendant des Etats-Unis. Il n'y a, évidemment, peut-être pas lieu de s'en étonner. Si le dollar baisse, on parle de manœuvres de l'impérialisme américain pour s'emparer des marchés, s'il monte on parle de domination américaine, s'il est fixe on parle de domination des capitaux américains, s'il flotte on parle de soumission aux intérêts américains.

On n'en finirait pas, évidemment, de visiter la galerie de clichés politico-économique dans ce domaine, et les déclarations assimilant déficit de la balance des paiements américaine et impérialisme n'ont pas cessé depuis 1971¹. De Joseph Fontanet, ministre du Travail, qui voyait dans l'attachement de la France au système des parités fixes un moyen de « concourir au rétablissement d'un système monétaire international garantissant l'harmonie et l'équité des échanges commerciaux dans le monde »², à Robert Buron pour qui le flottement des taux de change « a l'inconvénient de favoriser les plus forts, de troubler les conservateurs et d'évincer les faibles »³, toute la classe politique est unanime pour défendre la fixité du franc, en assimilant allègrement fixité et stabilité. C'est d'ailleurs pour suggérer l'idée que le franc était « stable » (par rapport à quoi ?) que les Français plaidaient pour une dévaluation du dollar et une réévaluation de certaines monnaies, en particulier le Deutsche Mark et le yen, sans modification de la parité officielle et purement fictive du franc.

Faut-il souligner à nouveau combien ces jeux verbaux sont stériles

1. Ainsi, au cours du fameux débat télévisé qui l'a opposé à M. Barre en 1977, M. Mitterrand a affirmé que, du fait de la ratification des accords de la Jamaïque — qui ont, en quelque sorte, « légalisé » les changes flottants — « il n'est pas juste, bon, utile pour la France qu'elle donne le droit à la puissance brutale de fait en validant après coup la position dominante, tyrannique en la circonstance, des Etats-Unis d'Amérique ».

2. *Le Monde*, 4 septembre 1971.

3. *Le Monde*, 28 août 1971.

et combien il serait souhaitable que ceux qui nous gouvernent et ceux qui désirent nous gouverner s'amuse¹nt autrement ?

De ce point de vue la lecture des *Mémoires* de Henry Kissinger est instructive et savoureuse. Il écrit en effet¹ :

« Aux Açores je passai le plus clair de mon temps à négocier les questions monétaires — qui n'étaient pas mon fort... Du côté américain j'étais le haut fonctionnaire le plus convaincu que le coût politique de la crise économique était de plus en plus prohibitif. » (Pour notre part nous pensons qu'il s'agissait en fait du coût économique d'une crise politique.) « Chez les Français, Pompidou désirait ardemment être considéré comme l'artisan principal d'un règlement. C'est ainsi qu'une solution à la crise fut négociée entre Pompidou, expert financier éminent et banquier professionnel, et un néophyte; même dans mes rêves les plus démesurés, je n'avais jamais imaginé laisser mon nom dans l'Histoire pour ma contribution à la réforme du système monétaire international... Je jugeai qu'il serait suicidaire de m'engager dans une négociation technique. La meilleure tactique était de tirer parti de mon ignorance et de mon incompétence technique... Pour déterminer la position réelle de la France, je présentai la question monétaire à Pompidou en termes philosophiques et politiques... Pompidou souligna qu'un système de changes flottants conduirait nécessairement au chaos. Il était prêt à définir de nouvelles parités, à condition qu'elles soient le reflet des puissances économiques respectives². On ne saurait dire que Nixon domina vraiment la question. Si on lui avait injecté du sérum de vérité, il aurait sans nul doute révélé que peu lui importait la nouvelle grille des parités. »

Il est frappant de voir, dans ces passages, à quel point les négociateurs sont uniquement préoccupés de leur propre image et non de la rationalité et du bien-fondé de leurs positions. Henry Kissinger, en tout cas, a le mérite de l'honnêteté en reconnaissant qu'il était incompétent dans le domaine où il négociait. Il le montre d'ailleurs en proclamant fièrement qu'il a participé à l'une des réformes monétaires les plus importantes de l'Histoire, alors qu'il a seulement parti-

1. *A la Maison Blanche, Mémoires* de H. KISSINGER, tome 2 : 1968-1973, Paris, Fayard, 1979, pp. 1014-1016.

2. Il semble que Pompidou avait une idée plutôt vague des facteurs qui déterminent les taux de change, ce qui conduit à relativiser le portrait que fait de lui Henry Kissinger, à savoir celui d'un « expert financier éminent ».

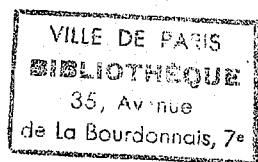
cipé à un processus de variation des taux de change, comme le marché sait en faire tous les jours, et à une augmentation du prix fictif de l'or d'un montant de 8,57 % ! Il devrait aussi tirer de cette histoire la conclusion que les hommes politiques et leurs conseillers devraient abandonner la gestion de la monnaie, puisque celle-ci est bien souvent confiée à des hommes aussi incompétents en matière monétaire qu'il reconnaît l'être lui-même.

v - *Les nationalismes,*
seule réalité de la crise

En définitive, c'est son aspect politique qui est le plus frappant dans le déroulement de la « crise » de 1971. Contrairement à l'opinion courante selon laquelle on ne peut pas comprendre les phénomènes économiques sans se préoccuper de leur aspect politique — c'est en fait l'argument décisif que l'on brandit lorsqu'on ne comprend rien à l'économie — les phénomènes économiques ont leur logique propre, mais la politique n'en saisit que des symboles. Les hommes politiques ne sont pas les généraux d'une guerre économique. La véritable guerre économique se fait sans eux, sur les marchés où joue la concurrence et où les Etats sont absents. La seule guerre économique qui leur reste est celle des mots, ils ne se privent pas de la faire, avec l'appui actif de l'opinion.

Ce symbolisme, cependant, aurait bien pu provoquer ce qu'il prétendait conjurer : une crise économique. Alors que la simple nécessité de réaligner certains taux de change n'impliquait en rien des conséquences économiques inquiétantes pour le futur, mais traduisait uniquement la nécessité d'apurer les conséquences de conjonctures passées différentes selon les pays, le climat d'incertitude provoqué par les déclarations, les récriminations, et, surtout, les inquiétudes sur l'activité économique à venir n'étaient certainement pas propices au développement économique. La lecture des journaux de l'époque aurait dû faire sourire si le goût de l'opinion pour les catastrophes ne les avait pas fait prendre au sérieux. Peut-être le sourire viendra-t-il enfin, après quelques années, devant la grandiloquence de certains propos. On ne s'étonnera pas qu'à l'Assemblée nationale¹ André

1. D'après *Le Monde* du 4 septembre 1971.



Boulloche, député socialiste, ait déclaré qu'il s'agissait non pas seulement d'une crise monétaire, mais d'une crise du capitalisme, que Georges Gosnat, député communiste, ait souligné que « les mesures prises par le gouvernement américain pour tenter de surmonter la crise visaient à en faire supporter les frais non seulement par la classe ouvrière américaine, mais aussi par les autres nations », en ajoutant que « notre pays est particulièrement menacé », ou encore que Guy Sabatier, député UDR, ait estimé qu'« il serait illogique et inadmissible que les autres pays fassent les frais d'une situation qui est interne aux Etats-Unis ». De son côté, Bernard Destremau, député républicain indépendant, écrivait¹ qu'« il est vraisemblable que les grands courants politiques du monde occidental découleront demain de la réussite ou de l'échec de l'opération Nixon. On ne tire plus de nos jours son épingle du jeu ».

Simplement pour faire revivre le climat de cette époque donnons encore quelques citations :

« Notre pays a perdu, en matière monétaire, une partie de sa liberté d'action... Cette regrettable situation découle directement de l'acceptation du système économique libéral par les pays occidentaux; la crise présente apporte au moins la démonstration supplémentaire, si besoin en était, que ce système comporte en lui-même les germes de sa propre destruction et de la ruine des pays qui le supportent », est-il écrit dans *La Nouvelle Action française* comme un écho du Parti communiste français, dont le bureau politique déclare le 19 août : « Rien ne saurait justifier que notre pays fasse les frais de la crise du dollar... Les intérêts de la France exigent une politique d'indépendance nationale. Le Parti communiste français se prononce contre toutes les mesures qui iraient dans le sens d'un alignement sur les visées dominatrices de l'impérialisme américain » ou du Parti socialiste, d'après lequel « le principe même du régime capitaliste condamne les travailleurs à supporter les conséquences de la crise actuelle ». Nous avouons avoir bien du mal à comprendre pourquoi un simple malajustement entre certaines monnaies peut conduire à de telles considérations. Depuis que le flottement des taux de change a été adopté en 1973, des variations de taux de change se produisent chaque jour, sans que les partis politiques s'en aperçoivent et estiment nécessaire

1. *Le Monde*, 16 octobre 1971.

d'émettre des communiqués (peut-être est-ce là le principal avantage des taux de change flottants !).

Pour Pierre Drouin « le dollar est nu »¹, tandis que Roger Priouret parle du « diktat » des Etats-Unis et indique que les Européens espèrent « faire manger son chapeau à M. Nixon »².

Le journaliste Bernard D. Nossiter a décrit de manière fort intéressante le comportement des principaux pays au sujet du problème du prix de l'or³. Après avoir écrit que le prix de l'or est « un problème qui a dominé les gros titres en Europe à un point qui étonne n'importe qui ayant une formation en économie », il exprime l'opinion que pour beaucoup d'officiels européens le prix de l'or était effectivement une question sans importance⁴, mais que des raisons politiques militaient en faveur d'une réévaluation.

Les Britanniques souhaitent faciliter leur entrée dans la Communauté économique européenne, et, par conséquent, faire plaisir aux Français — les plus exigeants — puisque ceux-ci tenaient à une réévaluation du prix de l'or. Pour les Français, le problème aurait été de nature symbolique et aurait consisté à prouver que le dollar était détrôné et pouvait être dévalué comme le franc l'avait été dans le passé.

La préoccupation des autorités allemandes consistait à ne pas mécontenter les exportateurs qu'une réévaluation relative du Deutsche Mark par rapport au dollar ne favorisait pas; mais tandis que le gouvernement peut être tenu pour responsable de la part de cette réévaluation relative qui est constituée par la réévaluation du Deutsche Mark par rapport à l'or, il ne peut pas être tenu pour responsable de la dévaluation du dollar par rapport à l'or, qui creuse exactement de la même manière l'écart des prix entre l'Allemagne et les Etats-Unis.

Enfin, Bernard D. Nossiter citait un officiel italien qui lui aurait déclaré : « Souvenez-vous que nous avons un Parti communiste. Pouvez-vous imaginer combien ils nous attaqueraient si nous apprécions la lire par rapport au dollar sans que rien n'arrive au dollar ?

1. *Le Monde*, 27 août 1971.

2. *L'Express*, 22-28 novembre 1971 (on appréciera sans doute la hauteur de vues de cet éditorialiste !).

3. *Washington Post*, 26 septembre 1971.

4. Nous ne sommes pas certains, pour notre part, que cette opinion ait été aussi largement partagée.

Cela ne change rien du point de vue économique, mais dans la mesure où ils ne le comprennent pas, cela fait une différence du point de vue politique. »

Et voilà une illustration, parmi tant d'autres, de ce fait que les hommes politiques, au lieu de rechercher une rationalité de long terme et d'éduquer l'opinion dans ce but, choisissent toujours l'horizon le plus court.

Comme il nous faut bien arrêter notre échantillonnage de citations — pratiqué presque au hasard — il est peut-être bon de terminer sur une note plus optimiste, pour faire entendre les quelques voix lucides que l'on pouvait tout de même entendre dans cette grande fête des mots. Tout d'abord, celles de deux célèbres économistes américains, qui ont tous deux obtenu le prix Nobel. Lors d'une déposition devant une commission du Congrès, Paul Samuelson déclara que le problème du prix de l'or « était tout à fait sans importance », tandis que pour Milton Friedman il s'agissait « purement et simplement de faire du trompe-l'œil », et il ajoutait qu'en acceptant de dévaluer le dollar les Etats-Unis pouvaient rendre les autres pays heureux sans en supporter aucun coût, mais qu'il serait « beaucoup plus sain pour tout le monde de faire face aux vrais problèmes sans tout rendre confus par des trucs arithmétiques destinés seulement à sauver la face ».

Lors de l'Assemblée générale du Fonds monétaire international en septembre 1971, deux officiels ont également prononcé des paroles de sagesse. Le ministre de l'Economie allemand, si décrié, Karl Schiller suggéra : « Nous devrions considérer les changements de parité non pas comme des problèmes de prestige politique, de victoire et de défaite, mais d'un point de vue économique plus sobre. » De son côté, le jeune ministre des Finances autrichien, Hannes Androsch, demanda que « l'on essaie d'analyser le problème monétaire et d'éviter un vocabulaire qui inclut des mots tels que « faible » ou « fort ». Nous devrions plutôt nous concentrer sur les moyens de guérir les faiblesses de l'actuel système monétaire international que nous aurions pu identifier ».

Cette étude détaillée d'un épisode relativement récent de l'histoire monétaire nous a apporté des illustrations de certaines des propositions qui avaient été énoncées dans les chapitres précédents. Ce grand et long psychodrame, dont les rôles ont été tenus par une

poignée d'hommes politiques et de journalistes, n'aurait pas été possible s'il avait existé un système institutionnel cohérent, c'est-à-dire un système précisant les règles du jeu à suivre dans des circonstances spécifiques. L'étalon-dollar avait sa logique, mais celle-ci n'était pas reconnue et pas admise, en particulier parce qu'elle impliquait des asymétries de rôles entre pays, c'est-à-dire entre autorités monétaires. Mais au lieu de s'attacher à définir un nouveau système institutionnel les hommes politiques — qu'ils soient ou non effectivement au pouvoir — se sont jetés avec délectation dans le réseau des négociations et des conflits que permettait précisément un système qu'ils avaient rendu totalement discrétionnaire. Et c'est pourquoi ce n'est pas le « système » qui est responsable du « désordre monétaire » des années soixante-dix. La situation a été voulue par des hommes, à savoir ceux qui ont la charge de faire fonctionner les systèmes monétaires nationaux et les relations qui existent entre ces systèmes. Ce sont les autorités monétaires nationales et internationales qui sont responsables du mauvais fonctionnement du système. Mais il faut aller plus loin et reconnaître que ces autorités ont intérêt à ce que le « système » fonctionne mal car c'est un moyen pour les hommes en question de jouer des rôles, de rejeter sur l'extérieur les conséquences de leurs erreurs et d'apparaître vis-à-vis de leurs électeurs comme des défenseurs des intérêts nationaux ou des classes sociales dont ils prétendent être les représentants. Un système institutionnel ne leur donnerait pas cette marge de manœuvre et c'est pourquoi les hommes politiques transforment ou refusent les « Constitutions monétaires » de manière à imposer des systèmes discrétionnaires. On ne peut donc pas attendre une quelconque réforme monétaire, qu'elle soit nationale ou internationale, de la bonne volonté et de l'intelligence des autorités monétaires, car il est le plus souvent vain de demander à des hommes d'agir contre leur intérêt. Mais ceux dont les intérêts sont menacés par l'exercice du pouvoir de monopole des autorités monétaires se doivent de faire contrepoids, de chercher à remplacer les systèmes discrétionnaires et arbitraires par des systèmes institutionnels. Bien entendu, ils n'y arriveront qu'à condition de faire l'effort de compréhension nécessaire. Ils s'apercevront alors que — sauf quelques rares exceptions — les autorités monétaires ne sont pas dignes de gérer la monnaie.

LE SYSTÈME MONÉTAIRE DES ANNÉES SOIXANTE-DIX

Il nous paraît inutile et fastidieux de retracer l'histoire monétaire internationale des années qui ont suivi la « crise monétaire » de 1971. Les événements sont probablement dans les mémoires et il est, de toute façon, facile d'en retrouver la description, ne serait-ce qu'en se reportant aux rapports annuels du Fonds monétaire international. Notre propos dans le présent ouvrage n'est d'ailleurs pas de faire de l'histoire économique, mais de l'analyse économique confrontée aux faits. Il nous paraît intéressant d'interpréter ces événements, de voir dans quelle mesure ils apportent des illustrations des thèses qui ont été précédemment défendues. Nous choisirons pour cela deux problèmes principaux : le comportement des taux de change, les discussions sur la réforme monétaire internationale.

1 - *Des monnaies fluctuantes*

Les chapitres précédents ont montré comment l'inflation mondiale, c'est-à-dire en fait une inflation présente dans tous les pays mais à des taux variés, avait conduit nécessairement au flottement des monnaies au début des années soixante-dix. Au point où l'on en était arrivé alors, la discussion entre les mérites respectifs des changes fixes et des changes flottants avait même perdu toute portée : *il n'y avait pas d'autre solution que l'adoption des changes flottants*. Ceux-ci se sont généralisés au printemps de 1973. Pourtant, tout le monde avait cru

que le « réalignement monétaire » de décembre 1971 avait permis de déterminer des taux de change « réalistes » et définitifs. Il ne pouvait en être ainsi. En effet, dès 1972 les taux d'inflation étaient trop divergents entre les principaux pays occidentaux pour que l'on puisse espérer maintenir la fixité des taux de change. La fixité des taux aurait impliqué une politique déflationniste si rapide et si profonde dans les pays les plus inflationnistes qu'elle était évidemment insupportable pour eux. Ou bien elle se serait traduite par une augmentation considérable et rapide de l'inflation dans les pays les moins inflationnistes, ce qui était également insupportable. Par ailleurs, il était naïf de penser que l'on pouvait maintenir la fixité des taux de change sans une procédure pour déterminer le « taux d'inflation mondial ». Le régime d'étalon-dollar que l'on récusait avait au moins eu pour mérite de permettre un fonctionnement relativement bon du système de changes fixes. Et il est significatif de constater de ce point de vue que l'intégration monétaire de l'Europe, sous forme de taux de changes fixes, n'a jamais été aussi bien réalisée que lorsque les pays européens étaient tous identiquement dépendants de la politique monétaire américaine de par les mécanismes de l'étalon-dollar. En maintenant des taux de changes fixes vis-à-vis du dollar ils maintenaient par là même des taux de changes fixes entre eux, ce qui impliquait des taux d'inflation voisins. Ce que l'on a appelé la fin du règne du dollar a été en fait la fin d'un ordre monétaire international, pour le meilleur et pour le pire. Mais on a mis fin à ce règne sans mettre en place un système de remplacement.

Il est intéressant de noter au passage que le flottement des taux de change, généralisé au printemps de 1973, a précédé l'augmentation des prix du pétrole. Celle-ci, en effet, est trop souvent présentée comme la cause de tous les événements économiques internationaux des années soixante-dix. Or, le flottement des taux de change s'était imposé avant même cette hausse. La hausse du prix du pétrole — répétons-le encore — n'a rien à voir avec l'inflation mondiale, avec les taux de changes flottants, ou quoi que ce soit d'autre.

A / L'EFFICACITÉ DES TAUX DE CHANGE FLOTTANTS

Les années soixante-dix ont fourni d'admirables vérifications des idées que nous avons présentées précédemment de telle sorte que tout ce qui s'est passé était prévisible et que l'on peut s'étonner que

ces idées ne soient pas encore largement répandues. Ainsi, le fait que les pays soient monétairement indépendants en régime de changes flottants s'est traduit par une dispersion des taux d'inflation entre pays bien plus grande que dans la période de fixité des taux de change, comme l'illustre le tableau X. Certains pays ont profité du flottement pour freiner l'inflation, d'autres au contraire pour la favoriser ou la laisser se développer. Par ailleurs, ceux qui ont le mieux réussi dans la lutte contre l'inflation sont ceux qui ont mené une politique monétaire rigoureuse (par exemple l'Allemagne, la Suisse et les Etats-Unis jusqu'en 1978).

TABLEAU X. — *Taux d'inflation annuel des principaux pays occidentaux*

	1961-1970	1971-1976	1977	1978	1979
Etats-Unis	2,8	6,6	6,5	7,7	11,3
Japon	5,8	11,1	8,1	3,8	3,6
Allemagne	2,7	5,9	3,7	2,7	4,1
France	4,0	8,9	9,4	9,1	10,8
Royaume-Uni	4,1	13,6	15,9	8,3	13,4
Italie	3,9	12,2	17,0	12,1	14,8

En fait, pour juger de l'efficacité des taux de changes flottants il convient une fois de plus de préciser le ou les critères de l'efficacité car on ne peut évidemment les apprécier en fonction d'objectifs qu'ils ne peuvent pas atteindre. Ainsi, le flottement des taux de change ne permet pas de modifier durablement le solde de la balance commerciale. De même, il ne suffit pas pour diminuer l'inflation et il n'est pas non plus un facteur d'inflation.

Ainsi que nous l'avons vu, tout le problème de la liaison entre l'inflation et le flottement de la monnaie peut se ramener à la question suivante¹ : le flottement des monnaies conduit-il les autorités monétaires à être plus laxistes parce qu'il supprime la contrainte extérieure du déficit de la balance des paiements ? Ou, en d'autres termes, les autorités sont-elles davantage incitées à modérer la croissance monétaire lorsqu'elles constatent des pertes de réserves de devises ou lorsqu'elles constatent la dépréciation de la monnaie nationale ?

1. Le texte qui suit, jusqu'à la p. 222, est partiellement extrait de notre article « Les taux de change flottants sont-ils efficaces ? », *Banque*, mai 1977.

Les faits sembleraient prouver que les autorités sont plus disposées à accepter l'inflation lorsque les taux de change sont fluctuants. Mais il faut pourtant atténuer la leçon que ces mêmes faits paraissent apporter. En effet la période de flottement de taux de change a été une période de chocs économiques considérables. Même si l'augmentation du prix du pétrole n'a pas été une cause *directe* d'augmentation des prix, il n'en reste pas moins que, dans beaucoup de pays, les autorités monétaires ont pratiqué une politique de « fuite en avant » de manière à éviter les ajustements qui s'imposaient dans les structures productives et le niveau de vie. Il ne faut d'ailleurs pas oublier que l'inflation que l'on a connue depuis le flottement des taux de change en 1973 était en fait la continuation d'une inflation qui avait commencé bien avant — dès la fin des années soixante aux Etats-Unis — et qui s'était rapidement transmise au monde entier, précisément parce qu'il était régi par un système de changes fixes. Or, on sait bien que l'inflation, une fois qu'elle est commencée, ne peut généralement aller qu'en s'amplifiant si des mesures d'ordre monétaire énergiques ne sont pas décidées. Ainsi l'histoire économique récente semble plutôt prouver que les autorités monétaires ne sont en rien contraintes par les règles du jeu d'un régime de changes fixes et que celui-ci ne les empêche pas de faire une création monétaire « excessive ». Le flottement des taux de change n'est alors qu'une *conséquence* de ce comportement des autorités monétaires car il n'y a évidemment pas d'autres solutions lorsque tous les pays ont des taux d'inflation très différents et très variables.

La variation du taux de change — dans le sens d'une appréciation — reste une condition *sine qua non* de succès pour la politique anti-inflationniste d'un pays, dans un monde qui reste plus inflationniste — l'Allemagne en donne un exemple éclatant. Elle ne peut évidemment pas constituer à elle seule une mesure de lutte contre l'inflation, pas plus qu'elle ne peut être un facteur de transmission et d'accélération de l'inflation si une politique monétaire laxiste ne vient pas lui apporter son appui.

Pour essayer de tirer quelques leçons des expériences récentes de flottement des taux de change, il convient de ne pas être dogmatique. Les partisans de l'un ou l'autre régime auront en effet beau jeu d'insister sur les méfaits du régime qu'ils condamnent. Ils auront facilement tendance — nous l'avons déjà dit — à comparer le fonction-

nement *effectif* du régime qu'ils critiquent au fonctionnement *idéal* du régime qu'ils défendent. De ce point de vue, les prises de position d'ordre économique ressemblent fort à certaines querelles politiques où un régime idéal est pris comme référence pour condamner celui qui existe. Si l'on veut bien adopter une attitude tolérante et plus proche de la « vérité » pour porter un jugement sur le fonctionnement des régimes de changes flottants, il semble que les deux propositions suivantes puissent être retenues :

a) La situation d'instabilité mondiale des années récentes, caractérisée, en particulier, par des taux d'inflation élevés, éminemment variables et très différents de pays à pays, ne rendait absolument pas possible le maintien d'un régime de changes fixes. Des efforts en ce sens auraient simplement conduit à un freinage des échanges internationaux, du fait des multiples contrôles des changes que les pays auraient été amenés à imposer pour essayer d'empêcher des variations de taux de change qui étaient de toute façon inéluctables et qui se seraient produites dans les pires conditions (scénario habituel des « crises de change »). De ce point de vue, il faut bien reconnaître que le régime de changes flexibles dispose d'une mauvaise image de marque, car on a toujours recours à lui lorsque la situation économique est instable. Il n'est pourtant que la conséquence de cette instabilité et non sa cause.

Mais on oublie aussi de souligner que cette période où l'économie de tous les pays a reçu des chocs importants a finalement été franchie mieux qu'on aurait pu s'y attendre, grâce aux changes flottants, puisque la liberté des échanges a été maintenue et que, par ailleurs, on n'a plus vu de ces fameuses « crises monétaires » au cours desquelles quelques milliards ou dizaines de milliards de dollars passaient d'un pays à l'autre. On oublie trop souvent de souligner ce fait, de même que son corollaire, à savoir que les capitaux spéculatifs n'étaient pas « responsables » de l'instabilité monétaire, mais seulement la conséquence de politiques monétaires et de changes incompatibles et incohérentes, dont ils supprimaient les effets déséquilibrants.

b) Ceci dit, il faut également reconnaître que le régime de changes flexibles a apparemment moins bien fonctionné que ses partisans ne l'auraient imaginé. Autrement dit, les performances du régime

auraient été inférieures à celles du modèle idéal, et il en est résulté des fluctuations des taux de change supérieures à celles que l'on pouvait attendre.

On peut résumer ces propositions en disant : 1^o que le système des changes flexibles a permis au monde d'absorber des chocs exceptionnels sans avoir à recourir à des méthodes elles aussi exceptionnelles et qu'au lieu de reprocher au système monétaire international son apparente instabilité on devrait admirer son extraordinaire adaptabilité, comme on peut l'attendre d'un système de marché; et 2^o que, par ailleurs, la spéculation semble n'avoir pas parfaitement joué son rôle; c'est sur ce dernier aspect qu'il convient de s'interroger.

Nous avons vu en effet dans le chapitre II que l'analyse traditionnelle du rôle de la spéculation consistait à dire que celle-ci était stabilisante, dans la mesure où elle permettait de rapprocher le taux de change de sa valeur d'équilibre de long terme.

Or, l'expérience récente de flexibilité des taux de change nous apporte des faits assez différents de ce que l'on aurait pu attendre à partir de cette analyse, par exemple des variations de taux de change au comptant allant jusqu'à 20 % par trimestre pour certaines monnaies, 5 % par semaine ou même 1 % par jour. Par ailleurs, le fait que la marge entre le prix de vente et le prix d'achat d'une monnaie se soit élargie est sans doute également la preuve que les transactions sur le marché des changes sont plus risquées.

On peut d'abord répondre qu'il faut choisir soigneusement l'indice par lequel on mesure la variabilité du taux de change. Prenons un exemple : en 1973 le prix du franc en dollars a baissé — entre le point haut du début de l'année et le point bas en juillet — d'environ 20 %. Si, par contre, on utilise le taux de change effectif — c'est-à-dire l'indice du taux de change entre le franc et les monnaies des principaux partenaires commerciaux de la France en pondérant par les échanges — on constate que la variabilité du franc n'a été que de 10 % environ. Or, c'est ce taux de change effectif qui importe pour apprécier dans quelle mesure les fluctuations de la monnaie peuvent gêner les échanges internationaux. Il n'en reste pas moins que ces fluctuations pourraient être considérées comme excessives et comme la preuve que la spéculation n'a pas joué son rôle.

Mais nous avons vu au chapitre II qu'il y a de bonnes raisons de penser que la spéculation n'a pas joué parfaitement son rôle tout

simplement parce qu'on ne lui a pas permis de le jouer. Ainsi, l'existence d'un marché à terme est un élément essentiel de bon fonctionnement d'un régime de changes flottants. Il permet aux échangistes de connaître avec certitude le taux de change auquel ils feront une transaction internationale et cela n'est possible que parce que les spéculateurs prennent le risque en charge, en espérant être rémunérés pour cette responsabilité. Or, en France par exemple, seuls ceux qui effectuent des échanges commerciaux ont accès au marché à terme pour des opérations liées, précisément, à leurs échanges¹, ce qui signifie qu'ils ne trouvent pas en face d'eux les spéculateurs susceptibles de leur offrir la contrepartie désirée. Le rôle de la spéculation consiste à atténuer les fluctuations erratiques de taux de change dues aux échanges de marchandises et d'actifs financiers. On ne peut évidemment pas reprocher à la spéculation de créer une instabilité, qu'elle a normalement pour rôle d'atténuer, alors qu'on l'empêche de jouer ce rôle. On ne peut pas reprocher au régime de changes flottants une instabilité qu'il ne pourrait supprimer qu'à condition de le laisser fonctionner conformément à ses principes mêmes de fonctionnement. De la même manière si la variabilité des taux de change est explicable par la variabilité de la politique monétaire, donc des taux d'intérêt², on ne peut pas valablement l'imputer à un mauvais fonctionnement du régime de flottement.

Ainsi, et contrairement à l'opinion admise de manière presque unanime, les difficultés enregistrées sur le marché des changes depuis le début de l'expérience de flottement ne sont pas dues à un mauvais fonctionnement du système de marché, mais au contraire à une insuffisance de mécanismes de marché. Les banques centrales en sont responsables, par leurs interdictions et leurs interventions.

Il se peut aussi — peut-être dans le cas de l'Italie ou de la Grande-Bretagne — que se soient développés des processus du type de celui que nous avons décrit plus haut, à savoir que les spéculateurs sem-

1. Par ailleurs, il est normalement interdit de se couvrir à plus de deux mois pour les importations, sauf pour certaines marchandises limitativement indiquées. Pourquoi interdire la couverture à plus de trois mois ? Pourquoi la permettre pour certaines activités et pour les exportations ? Cela n'a évidemment aucun sens, et ne peut s'expliquer que par l'existence d'un processus bureaucratique consistant à craindre des « excès » de la part des producteurs et, par contre, à favoriser certaines activités que les bureaucrates ont décidé de considérer comme importantes.

2. Cf. p. 59.

blent avoir eu un rôle « déstabilisant » dans la mesure où ils prévoyaient une dépréciation excessive de la monnaie, qu'ils vendaient par conséquent la monnaie nationale et que la hausse des prix qui en résultait, à partir du renchérissement des importations, conduisait les autorités monétaires à créer plus de monnaie pour éviter du chômage. Mais nous avons vu aussi que l'inflation ne se serait pas développée si, précisément, les autorités monétaires avaient pratiqué une politique monétaire plus restrictive, ce qui — il faut bien le reconnaître — est souvent difficile. Les spéculateurs auraient alors été « frustrés » de leurs mauvaises anticipations et auraient donc subi des pertes. On peut dire que les spéculateurs — même dans ces cas — ne seraient pas les véritables responsables du déséquilibre. Nous savons aussi que la variabilité des taux de change peut parfaitement s'expliquer par la variabilité des taux d'intérêt, elle-même due à des changements brutaux de la politique monétaire. Ce sont donc les autorités monétaires qui sont, en dernier ressort, les agents de la stabilité ou de l'instabilité. Dans ce cas précis on ne peut pas demander au marché de déterminer le bien-être public, car il n'en a pas les moyens, la création monétaire ayant été monopolisée par les gouvernements, mais on peut demander aux autorités monétaires de donner au marché des signaux qui lui permettent d'agir dans le sens du bien-être public. Flexibilité ou fixité ? Là n'est pas le problème. Le véritable problème consiste à savoir si la politique économique est stabilisante ou déstabilisante et si elle utilise au mieux les forces du marché, par l'incitation plutôt que par la contrainte.

Une étude réalisée pour la Banque fédérale de Saint-Louis aux Etats-Unis¹ a essayé d'évaluer dans quelle mesure la variabilité du dollar avait pu être « trop » importante au cours de la période 1970-1976. Le premier critère utilisé pour cela consistait tout simplement à poser que des variations n'excédant pas 4,5 % pouvaient être considérées comme normales puisqu'en 1971, lors de l'accord du « Smithsonian », il avait été décidé d'élargir la marge de flexibilité autour de la parité à $\pm 2,25$ %, ce qui permettait une variation de taux de change de 4,5 % en régime dit de changes fixes. Or, au cours de la période étudiée, le taux de change du dollar par rapport à neuf autres monnaies

1. D. S. KEMP, « The us dollar in International Markets : Mid-1970 to Mid-1976 », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, août 1976.

importantes n'a jamais varié de plus de 4,5 % en moyenne au cours d'une même journée, d'un même mois ou d'un même trimestre¹. En ce sens la variabilité du dollar en régime de changes flottants n'est pas supérieure à celle qui est considérée comme acceptable en régime de changes « fixes ».

Un autre critère, plus rigoureux, a aussi été retenu : la variabilité du taux de change du dollar vis-à-vis des neuf monnaies a été comparée à ce que l'on aurait obtenu avec un certain processus aléatoire. Or, il apparaît que la variabilité des taux de change constatés n'est pas plus importante que celle de ce processus aléatoire. Ceci signifie que la variabilité des taux de change est probablement explicable par un nombre considérable de petits événements sans que l'on puisse déceler l'influence systématique d'un facteur majeur, ce qui exclut l'explication de la variabilité par le caractère systématiquement déstabilisateur de la spéculation.

Bien entendu, on manque encore de preuves suffisantes quant au caractère stabilisateur de la spéculation et au bon fonctionnement du système de taux de changes flottants, car il est difficile de comparer ce qui s'est passé à ce qui se serait passé si les taux de change n'avaient pas flotté. Si les banques centrales avaient essayé de maintenir la fixité des taux de change plus longtemps, que se serait-il passé ? Auraient-elles accepté les disciplines de la fixité au prix, pour certaines, d'une sévère et rapide déflation ? Ou auraient-elles été toutes entraînées dans un processus d'inflation accélérée ? Ou auraient-elles imposé toutes sortes de contrôles des changes jusqu'à mettre en péril le commerce international, avant d'accepter finalement des dévaluations dans les pires conditions après avoir financé une spéculation qui, dans de tels cas, est absolument sans risques² ? Il est difficile de le savoir.

Il est par ailleurs intéressant de voir comment le flottement du taux de change a été perçu. Ainsi, lorsque le franc a quitté le « serpent

1. L'écart type n'a pas dépassé 4,5 % pour les données quotidiennes ou mensuelles.

2. C'est peut-être parce qu'on a l'habitude de ce type de spéculation que celle-ci jouit d'une mauvaise réputation : en régime prétendu de changes fixes et où une dévaluation est prévue par tous comme inévitable, la Banque centrale finance les spéculateurs ; ces derniers ne sont pas les vrais responsables de la « crise monétaire » et de la dévaluation. Seule est responsable la Banque centrale qui a moins bien prévu qu'eux la dévaluation et a donc accepté de les financer. Les spéculateurs privés sont plus intelligents que le spéculateur public, qui rejette donc la responsabilité de la dévaluation sur eux.

européen », c'est-à-dire qu'il s'est mis à flotter non seulement à l'égard des monnaies extra-européennes mais aussi à l'égard des monnaies de la CEE, le gouvernement français a justifié cette décision par le souci du « renforcement durable de la croissance et de l'indépendance économique » (déclaration de M. Messmer à l'Assemblée nationale, le 22 janvier 1974). Nous ne contesterons certainement pas l'idée que le flottement du taux de change permet d'être indépendant (au moins monétairement), mais il est piquant de constater qu'auparavant la doctrine officielle avait pendant longtemps consisté à dire que la fixité du taux de change permettait à la France d'être indépendante parce qu'elle « contrôlait » son taux de change, idée qui, pour sa part, était fausse.

Il est en tout cas étonnant de constater comme les problèmes de taux de change éveillent inmanquablement des réflexes nationalistes, de telle sorte que toute décision concernant le taux de change ou tout événement l'affectant est interprété comme une atteinte à l'indépendance nationale. Ainsi, le flottement du franc provoquait la réaction suivante de M. Mitterrand : « La politique française vient de s'aligner sur la politique américaine, on est retourné à la jungle monétaire »¹. L'idée selon laquelle le flottement de la monnaie rend un pays dépendant de l'extérieur est défendue sur une grande partie de l'échiquier politique français, alors qu'elle est totalement fausse. Il faut croire, en effet, que le respect dont bénéficie la science au xx^e siècle ne va pas jusqu'à profiter à la science économique, où chacun croit pouvoir dire n'importe quoi. Cela explique, par exemple, l'hostilité aussi bien de la gauche que des gaullistes à la réforme ultérieure des statuts du FMI impliquant la reconnaissance du flottement des monnaies. Au nom de l'indépendance nationale, on aurait dû pourtant s'en féliciter.

Ne résistons pas non plus au plaisir de citer les quelques lignes ci-après qui précédaient dans *L'Express* des 9 et 15 avril 1973 une interview de l'ancien ministre de l'Economie et des Finances allemand, Karl Schiller : « On lui doit notamment la décision, en 1971, de laisser flotter le Deutsche Mark, mesure qui fut d'abord considérée comme une erreur tactique et à laquelle son homologue français,

1. L'emploi du terme « jungle » est très caractéristique. Il tient à ce que l'on ne croit pas possible un « ordre » social sans l'intervention des autorités, dotées des lumières de la raison. Sur ce point, voir ci-dessous le chapitre de conclusion.

M. Valéry Giscard d'Estaing, s'opposa catégoriquement. Cette mesure est unanimement considérée, aujourd'hui, comme prophétique. M. Schiller... apparaît désormais comme le plus moderne des économistes européens »¹. Ce passage nous paraît important car il souligne bien les ambiguïtés qui existent dans les relations entre la politique et l'économie : le responsable politique n'est pas un économiste, mais simplement un utilisateur de la science économique faite par les économistes, de la même manière qu'il n'est pas un physicien parce qu'il décide le lancement d'un programme de centrales nucléaires. Or, les hommes politiques se prennent pour des économistes, même lorsqu'ils ne le sont pas et l'opinion les prend pour des économistes, alors qu'ils ne les prennent généralement pas pour des physiciens. C'est dans cette mesure que M. Schiller apparaît comme un précurseur et le « plus moderne » des économistes. En fait, il n'est innovateur que par rapport à la classe politique et parce que celle-ci a délibérément ignoré les enseignements des économistes², se croyant elle-même peuplée d'économistes. C'est seulement lorsque les faits lui ont apporté un démenti cinglant, prévu par les économistes, que la classe politique découvre les vertus de ce qu'on lui suggérerait depuis longtemps. Se parant des plumes du paon, elle se présente alors à l'opinion comme la source d'une imagination toujours renouvelée, au lieu de reconnaître quels sacrifices elle a imposés aux citoyens pour n'avoir cru qu'en elle-même.

Pour montrer l'effrayant décalage qui existe entre les faits et les croyances des autorités, il faudrait pouvoir citer presque intégralement une conférence de presse de M. Pompidou le 22 septembre 1972. Evoquant la situation de l'été 1971, celui-ci déclare :

« Le mark flottait, entraînant le florin, et je ne médis pas³ de nos

1. Il est amusant de comparer cette phrase avec ce que le même journal avait publié deux ans auparavant et que nous rappelons p. 203.

2. Ainsi, Milton Friedman avait écrit dès 1950 un texte resté célèbre sur les mérites des changes flexibles. Pour notre part, nous écrivions dans un article publié par *Le Monde* du 10 avril 1968 (« Vers des crises monétaires périodiques ? ») : « Si l'attachement au mythe de la fixité des taux de change, l'idéalisme irraisonné de ceux qui croient possible la coopération internationale (malgré les exemples contraires), le désir de puissance de ceux qui « gèrent » le système monétaire international ne permettent pas la liberté des taux de change, seule solution que la raison commande, alors acceptons comme un moindre mal la réévaluation de l'or en sachant que nous ne nous accordons qu'un répit. » Nous avons par ailleurs publié un article intitulé « Plaidoyer pour la flexibilité des taux de change » dans *Economie appliquée*, XXIII, 1970.

3. Ainsi, il serait insultant de penser que l'on puisse être en faveur du flottement des taux de change !

partenaires si je dis qu'ils étaient tous au moins résignés au flottement, et au flottement interne à l'Europe... De parité fixe, qui aurait osé en parler dans cette atmosphère ? Alors qu'aujourd'hui les Dix ont pris des positions. Vous me direz : « Mais la livre flotte ! ». C'est vrai, mais le ministre britannique a accepté formellement le retour aux parités fixes¹... Et puis, l'on a admis formellement non seulement qu'il n'y aurait plus de flottement interne (entre pays européens), mais qu'il n'y aurait plus de flottement concerté vis-à-vis de l'extérieur. »

Quelques mois après cette interview, les monnaies européennes se mettaient à flotter vis-à-vis de l'extérieur. En janvier 1974, le franc français flottait vis-à-vis de toutes les monnaies, même européennes.

On pourrait multiplier les citations d'hommes politiques prédisant le retour à la fixité des taux de change, la coopération monétaire entre les pays européens ou, au contraire, quelque catastrophe provenant du flottement des monnaies. Heureusement, le marché a sa propre logique, tout simplement parce que le marché n'est rien d'autre que le lieu où agissent des hommes responsables et rationnels. Dans la mesure où on l'a laissé fonctionner, il a joué son rôle, il a permis d'éviter les catastrophes ; il s'est rendu indispensable par ailleurs lorsque les autorités désiraient lui imposer des contraintes incompatibles entre elles, telles que la fixité des taux de change accompagnée de politiques monétaires divergentes. Les « crises monétaires », les négociations internationales, les sommets de chefs d'Etat n'ont guère été et ne seront toujours que des vaguelettes incapables de modifier le niveau de la mer². Mais le contraste entre les proclamations des autorités et les forces économiques réelles rend dérisoire la prétention des premières à gérer la monnaie.

La lecture des déclarations passées fait sourire, lorsqu'on les compare à la réalité. Mais il ne faudrait pas se contenter de sourire. Il faudrait aussi essayer d'en tirer des leçons pour le futur. Ainsi, les dirigeants des pays européens ont passé leur temps, de réunion en réunion, de proclamation en proclamation, à annoncer que la Communauté européenne serait une « zone de stabilité », que des « pro-

1. Comme si le maintien de la fixité pouvait dépendre de l'engagement d'un ministre ! Nous avons ici une manifestation supplémentaire des défauts de l'approche discrétionnaire par rapport à l'approche institutionnelle qui consiste à poser des règles susceptibles d'obtenir le résultat souhaité en tenant compte du fonctionnement du système économique.

2. Malheureusement seules ces vaguelettes retiennent l'attention de tous les médias et donc de l'opinion.

grammes concertés » de lutte contre l'inflation ou le chômage permettraient de surmonter la « crise économique »¹. Or, il ne suffit pas de dire *a posteriori* qu'ils se sont trompés et que des faits imprévus sont venus bouleverser les projets. Il faut aussi essayer de réfléchir sur ce qui est possible et se demander si les gouvernants ne sont pas les vrais responsables de l'instabilité conjoncturelle.

De la même manière, les principaux pays ont désespérément cherché à « coordonner » leurs opérations d'intervention sur le marché des changes. Ainsi, en mars 1973, quatorze pays se réunissaient à Paris pour essayer de résoudre la « crise monétaire » qui se produisait alors. Contre toute évidence, les participants à la conférence considéraient que les mouvements de capitaux spéculatifs étaient responsables de ces difficultés et ils se déclarèrent prêts à défendre en commun les taux de change du moment, ce qui montre combien les banques centrales restaient attachées au principe de la fixité des taux de change, malgré les expériences des années précédentes.

Un autre sujet de préoccupations constantes a été la politique de change des Etats-Unis. Ceux-ci, en effet, ont presque constamment refusé d'intervenir sur le marché des changes, tout au moins de manière importante, ce qui n'a pas été sans scandaliser leurs « partenaires ». Or, cette attitude était parfaitement bien fondée. Elle peut en effet correspondre tout d'abord au souci de laisser le flottement des monnaies jouer son rôle. Par ailleurs, même si l'on considère comme souhaitable l'intervention des banques centrales de manière à stabiliser le taux de change, il est préférable qu'une banque centrale s'abstienne d'intervenir pour éviter tout risque de fonctionnement incohérent du système de change, ainsi que nous l'avons vu au chapitre III.

B / LE RÔLE DU DOLLAR

Nous avons vu dans le précédent chapitre combien on avait eu tort d'interpréter les événements de 1971 comme une crise du dollar ou de croire que le dollar pouvait perdre sa place dans les relations monétaires internationales. Le déclin du dollar n'est pas amorcé, tout simplement parce que le dollar est désiré, parce qu'il rend des services sans concurrence.

En 1973 nous écrivions² : « Il est tout à fait normal que le dollar

1. Cf. chapitre 6.

2. Dans *Foreign Policy*, n° 11, été 1973.

ait joué le rôle d'une monnaie internationale dans le passé. Continuera-t-il dans le futur ? Certainement. En effet, les facteurs fondamentaux expliquant le rôle du dollar n'ont pas disparu... Nous devrions normalement nous diriger vers un monde de plus grande flexibilité des taux de change... Cependant, cela n'impliquerait pas que le dollar aurait un rôle moins important dans le monde. En effet, plus de flexibilité signifierait moins d'intervention des banques centrales sur le marché des changes, mais pas des besoins moins importants de liquidité internationale, c'est-à-dire de dollars (surtout si le taux d'inflation des Etats-Unis revient à un niveau plus faible). La suprématie du dollar est un fait de la vie internationale d'aujourd'hui ; on peut le regretter, mais il faut être réaliste... Le rôle du dollar continuera, comme le feront les plaintes au sujet de ce rôle. »

Ces prévisions se sont avérées exactes. Bien que l'on parle indéfiniment de la faiblesse du dollar, de la fin du dollar ou de la disparition des euro-dollars, les agents privés ne cessent d'accumuler des dollars, les euro-dollars ne cessent de croître, comme le montre le tableau XI, relatif aux avoirs extérieurs des *seules* banques européennes. Certes, la croissance des avoirs en dollars a été moins rapide que la croissance des avoirs en autres monnaies (Deutsche Mark en particulier), si l'on prend une période allant de 1968 ou de 1970 à 1979, mais les créances en dollars n'en restaient pas moins à peu près deux fois plus importantes que les créances en toutes autres monnaies en décembre 1979. Et personne n'ayant jamais été contraint de par la force à détenir ces dollars, il est absurde de prétendre qu'ils ne sont pas désirés.

Si la tendance à long terme va incontestablement dans le sens d'une accumulation continue et rapide de dollars par le secteur privé non américain, il n'en reste pas moins que le cours du dollar est soumis à des fluctuations continues soit par rapport à certaines monnaies, soit par rapport à l'ensemble des monnaies.

Si les baisses du dollar font l'objet de nombreux commentaires, on est généralement plus discret sur ses « remontées »¹. Pourtant, les unes compensent souvent les autres : ainsi le dollar a retrouvé à peu près en 1977 le taux de change de décembre 1971 vis-à-vis d'un panier de quinze autres monnaies pondéré par les échanges. Cette

1. Sauf si elles sont très prononcées et très rapides, comme ce fut le cas en 1981.

TABLEAU XI. — Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes déclarantes

	<i>Dollars</i>		<i>Autres monnaies étrangères</i>				
			<i>Dont</i>				
<i>En fin de mois</i>	<i>Total</i>	<i>Total</i>	<i>Deutsche Marks</i>	<i>Francs suisses</i>	<i>Livres sterling</i>	<i>Florins néerlandais</i>	<i>Francs français</i>
<i>En millions de dollars EU (4)</i>							
<i>Avoirs</i>							
1968 décembre	30 430	7 270	3 920	1 820	610	290	240
1969 décembre	47 630	10 540	5 990	2 980	580	370	150
1970 décembre	60 370	17 880	10 110	5 080	610	560	400
1971 décembre	71 500	28 630	16 220	8 180	1 620	700	490
1972 décembre	98 000	33 840	20 390	7 780	2 180	720	700
1973 décembre I	133 760	54 840	31 400	14 590	3 150	1 320	1 750
décembre II (1)	132 110	55 510	31 410	15 000	3 080	1 240	1 760
1974 décembre I	155 450	58 950	34 620	14 330	2 040	1 870	1 480
décembre II (2)	156 230	58 940	34 950	14 420	2 050	1 880	1 480
1975 décembre	190 180	67 950	41 620	15 430	1 980	2 100	2 570
1976 décembre	220 020	81 300	48 680	17 930	2 150	3 780	2 570
1977 décembre I	262 430	111 370	67 510	22 560	4 420	4 210	3 270
décembre II (3)	268 430	116 410	70 350	23 640	5 310	4 280	3 310
1978 mars	262 540	124 710	73 500	24 500	5 260	4 850	4 230
juin	275 460	124 550	70 650	24 910	6 160	5 010	4 490
septembre	295 800	145 030	81 940	30 340	6 960	6 360	5 050
décembre	339 520	162 450	97 430	27 890	7 300	6 920	5 660
1979 mars	327 200	162 340	94 860	26 000	8 260	7 690	6 420
juin	351 050	177 700	104 850	31 480	8 290	7 390	6 750
septembre	384 190	199 160	116 870	37 250	9 420	8 080	6 810
décembre	427 980	211 960	124 430	38 650	11 370	8 470	7 820

⁽¹⁾ A partir de décembre 1973 (décembre I) les chiffres ne comprennent plus les positions de la BRI en euro-monnaies (incluses précédemment dans les chiffres relatifs aux banques suisses), mais ils englobent certaines positions à long terme non déclarées précédemment.

⁽²⁾ Comprend certaines positions à long terme non déclarées précédemment par quelques-unes des banques, ainsi que diverses modifications de détail dans la couverture statistique.

⁽³⁾ A partir de décembre II 1977, comprend les positions des banques sises en Autriche, au Danemark et en Irlande.

⁽⁴⁾ En utilisant le taux de change courant entre la monnaie concernée et le dollar.

Source : Banque des règlements internationaux, XLVIII^e Rapport annuel (1^{er} avril 1977 - 31 mars 1978), Le Rapport annuel (1^{er} avril 1979 - 31 mars 1980).

asymétrie dans les réactions de l'opinion amène à penser qu'il y a un aspect mythique et passionnel dans l'attention portée au dollar. Les fluctuations du dollar sont-elles pourtant plus importantes que les fluctuations du taux d'intérêt ou des cours de bourse ? Pourquoi considère-t-on les unes comme intolérables et les autres comme normales ? Pourquoi une baisse de 5 % du dollar par rapport à une période arbitrairement choisie serait la preuve que l'économie américaine est en déclin ? Et pourquoi poserait-elle plus de problèmes qu'une variation de 5 % du taux d'intérêt dans un pays ? Si le taux d'intérêt passe de 10 % à 10,5 % nombreux pourtant sont les individus concernés et ils sont sans doute même plus nombreux que ceux qu'une variation du taux de change du dollar peut affecter. Pourquoi le premier phénomène ne fait-il jamais l'objet de réactions hystériques et est-il parfaitement ignoré de l'opinion publique, alors que le second fait les manchettes des journaux ? Sans doute est-ce que la valeur de la monnaie constitue un symbole national, comme les succès d'une équipe de football nationale dans un championnat mondial ? Ne serait-il pas du rôle de ceux qui se veulent plus éclairés que les autres, plus dignes de les représenter ou même de les diriger, de ne pas se prendre pour des commis voyageurs du prestige de leur pays ou pour les joueurs d'une équipe de football ?

II - *La réforme du système monétaire international*

De même que nous n'avons pas voulu précédemment faire un historique complet du comportement des taux de change au cours des années soixante-dix, nous ne rappellerons pas ici le détail des négociations concernant la réforme du système monétaire international ou les dispositions des nouveaux statuts du Fonds monétaire international, notre seul but étant d'illustrer certaines des propositions d'analyse économique présentées précédemment.

A / LA RÉFORME EN DISCUSSION

De 1971 aux accords de la Jamaïque, les 7 et 8 janvier 1976, les réunions officielles, les déclarations et négociations ont été nombreuses et elles ont porté sur tous les problèmes relatifs à l'organisation du système monétaire international. D'une manière générale, il semble qu'on ait oublié alors une contrainte essentielle, à savoir

que tous les objectifs ne peuvent pas être atteints à la fois, comme nous avons essayé de le montrer dans les chapitres III et IV. C'est pourquoi aucun accord précis n'a jamais pu être réalisé sur autre chose que des dispositions très générales ou même des déclarations d'intention. Ainsi, en 1973, les dix pays les plus riches du monde s'étaient mis d'accord sur huit principes, à savoir que toute réforme devait faire en sorte que le nouveau système puisse :

- continuer à être fondé sur des parités fixes mais ajustables ;
- rétablir une convertibilité générale des monnaies ;
- pourvoir à une régulation effective et internationale de l'approvisionnement en liquidités du monde ;
- assurer l'ajustement nécessaire entre les balances des paiements des différents pays participants ;
- réduire l'effet perturbateur des mouvements de capitaux à court terme ;
- confirmer le principe de l'égalité des obligations et des droits entre les différents pays ;
- tenir compte des intérêts des pays en voie de développement ;
- tenir compte de la construction d'une union monétaire de la CEE.

Il ne nous paraît pas nécessaire de discuter en détail ces différents objectifs et les liens qui existent entre eux. On y trouve l'affirmation habituelle — et combien contestable — du rôle déstabilisateur des mouvements de capitaux, la réaffirmation du principe d'égalité, mais aucune précision sur les moyens de le réaliser, et un certain nombre d'évidences qui ne touchent en rien les problèmes fondamentaux que constituent par exemple l'indépendance monétaire, les modes de régulation monétaire, etc.

Par ailleurs le Comité sur la Réforme du Système monétaire international, créé en 1972 par le Fonds monétaire international, a présenté un certain nombre de propositions à l'Assemblée générale du Fonds monétaire international tenue en septembre 1973 à Nairobi. Les progrès dans la négociation paraissaient alors tels qu'il était officiellement annoncé que la réforme définitive du système monétaire international serait achevée pour le 1^{er} juillet 1974.

Il est sans doute inutile d'étudier en détail les dispositions de ce document, d'une part parce qu'il n'a plus guère d'intérêt qu'historique et, d'autre part, parce qu'il s'agirait simplement d'un exercice

d'application des principes précédemment développés. Contentons-nous donc d'en évoquer deux points.

Il y est indiqué que le nouveau système doit être symétrique pour tous les pays, qu'ils soient grands ou petits, développés ou en voie de développement, en surplus ou en déficit. Or, nous savons que le simple énoncé d'une règle de symétrie ne suffit pas à assurer la symétrie de fait¹. Par ailleurs, il peut être justifié pour le bon fonctionnement du système de ne pas donner les mêmes droits et les mêmes obligations à tous les pays : ainsi, on peut considérer comme préférable la règle d'intervention que nous avons appelée « principe du plancher » de manière à faire peser la contrainte d'ajustement sur les pays les plus inflationnistes.

Le rapport du Comité proposait par ailleurs de faire des DRS l'actif de réserve essentiel du système monétaire international rénové. Mais nous savons aussi que ce rôle ne peut guère être que symbolique si la monnaie internationale n'est pas détenue par le secteur privé ou s'il n'existe pas un système de régulation de la création monétaire nationale par les banques centrales au moyen de cette monnaie². Même dans ce dernier cas, par ailleurs, le fonctionnement du système monétaire international dépend des règles auxquelles l'émission de monnaie internationale est soumise.

B / LA RÉFORME DES STATUTS DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

On sait que les nouveaux statuts du Fonds monétaire international, adoptés à Kingston en Jamaïque en janvier 1976 et ratifiés ultérieurement par les pays membres, comportent essentiellement la légalisation du flottement des taux de change, tout en donnant au Fonds monétaire une mission générale de « surveillance » des taux de change.

Cette reconnaissance du flottement est évidemment un acte de réalisme, elle prouve aussi combien le Droit est parfois en retard par rapport aux pratiques et aux exigences d'un système. Le flottement n'en devient pas pour autant le régime légal des pays membres du Fonds monétaire international, puisque toutes sortes d'arrangements sont possibles, tels que le maintien d'une parité, avec marges de flexibilité, par rapport à une monnaie ou à un groupe de monnaies.

1. Voir chapitre 4.

2. Voir chapitre 5.

Par ailleurs, le Fonds monétaire « exercera une ferme surveillance sur les politiques de change de ses membres et adoptera des principes spécifiques de conduite à l'égard de ces politiques ».

Dès 1974 des directives pour la gestion des taux de change avaient été définies par le Fonds monétaire. Ainsi, il est en principe interdit à un pays d'intervenir sur le marché des changes de manière à accentuer un mouvement de hausse ou de baisse. Mais les statuts permettent l'intervention des banques centrales — sous surveillance — dans les autres hypothèses, sans que soient définies des règles pour l'intervention. Or, nous avons vu au chapitre 4 pourquoi les systèmes discrétionnaires étaient critiquables contrairement aux systèmes institutionnels, tout au moins si ces derniers sont correctement conçus. Nous avons aussi eu l'occasion d'évoquer la règle d'intervention proposée par le rapport OPTICA II¹.

D'autres règles ont été suggérées et les Etats-Unis avaient par exemple proposé qu'un pays soit obligé de pratiquer une politique d'ajustement à partir du moment où ses réserves seraient inférieures ou supérieures à une certaine fourchette « normale » ou varieraient à un taux différent du taux « normal ». Il est évident que le caractère normal ou anormal des réserves est difficile à définir. Par ailleurs, et surtout, il n'est nécessaire de pratiquer une politique d'ajustement que dans la mesure où les taux d'inflation diffèrent entre pays, ce qui fonde précisément la règle automatique proposée dans le rapport OPTICA II. Les réserves des banques centrales, pour leur part, n'ont pas nécessairement de liens avec les différences de taux d'inflation.

La législation du flottement des taux de change par le Fonds monétaire international a suscité d'étonnantes réactions, en particulier en France, où l'on a une fois de plus et automatiquement considéré que cette légalisation traduisait un alignement des pays membres du Fonds monétaire international sur les thèses américaines et les soumettait à la « domination des Etats-Unis ». Ces thèses, soutenues par tous les partis de gauche comme par le RPR, sont surprenantes quand on sait que le flottement des taux de change signifie précisément le contraire, à savoir la possibilité pour un pays d'être totalement indépendant des autres pays, donc des Etats-Unis, contrairement à ce qui se passait dans le système de l'étalon-dollar.

1. Voir n. 1, p. 105.

Les nouveaux statuts du FMI prévoient par ailleurs que « le Fonds pourra déterminer, par une majorité de 85 % du total des voix, que les conditions économiques internationales permettent l'instauration d'un système étendu d'arrangements de change fondés sur des parités stables mais ajustables ». Si le retour à la fixité des taux de change est donc prévu, et désiré par un certain nombre de pays, rien n'indique dans les statuts du Fonds ce que devrait être ce système de taux de change : un étalon-or, un étalon-dollar, un système d'intervention en monnaies multiples, une monnaie internationale ? Tels sont pourtant certains des problèmes qu'on ne doit pas passer sous silence si l'on désire institutionnaliser un système de change. Une nouvelle négociation serait-elle alors nécessaire dans le futur ou faudra-t-il vivre dans l'ambiguïté si le retour aux taux de changes fixes doit se faire un jour ?

Les statuts du Fonds ont consacré officiellement la démonétisation de l'or, puisque les banques centrales ne sont plus censées intervenir sur le marché de l'or, ce qu'elles ne faisaient d'ailleurs plus depuis mars 1968. Cela ne veut pas dire pour autant qu'elles sont absentes du marché de l'or. En effet, le passé leur a légué des stocks d'or, dont elles doivent bien se débarrasser si l'or ne doit plus jouer de rôle monétaire. Ainsi, si la suppression de l'intervention sur le marché de l'or a bien marqué la fin de l'étalon-or ou de l'étalon-dollar-or, la reprise des ventes d'or par les banques centrales n'a pas marqué un retour à l'étalon-or. L'intervention en or signifie en effet que les banques centrales achètent et vendent de l'or contre leurs monnaies pour maintenir un *prix fixe de l'or*. Par contre, depuis 1975, elles suivent le prix du marché, comme le fait n'importe quel intervenant, et il ne résulte de leur présence sur le marché de l'or aucun effet de régulation monétaire, contrairement à ce qui était la caractéristique de l'étalon-or et de l'étalon-devise-or. La création monétaire ne dépend plus de l'or, mais le prix en monnaie de l'or dépend de la création monétaire : une plus forte création monétaire augmente tous les prix, dont celui de l'or.

Enfin, une augmentation des quotas¹ a été décidée à la Jamaïque. La portée de cette décision peut paraître faible dans un monde où

1. Les quotas déterminent en particulier dans quelle mesure un pays peut bénéficier des ressources financières du FMI.

le flottement est la règle. Elle correspond au fait qu'un certain nombre de pays maintiennent une parité fixe de leur monnaie par rapport à une autre monnaie ou à un panier de monnaies, mais aussi que les banques centrales interviennent en fait sur le marché des changes, de telle sorte que le flottement n'est pas pur.

De par les événements, les banques centrales ont peu à peu gagné leur indépendance et, même si elles ont mal analysé le phénomène, elles en ont perçu les conséquences et elles sont probablement peu décidées à revenir à un système de contraintes institutionnelles. L'anarchie juridique s'est installée sans que le désordre économique se développe car les marchés ont rempli leur rôle, tout au moins dans la mesure où les Etats leur ont permis de fonctionner.

CONCLUSION

Le rôle monétaire de l'Etat

Le « système monétaire international » est souvent rendu responsable de toutes sortes de maux et il est présenté comme une sorte d'entité lointaine qui vient bouleverser de manière inopinée les plans pleins de sagesse élaborés par des autorités politiques nationales et responsables. On fait alors appel à la coopération internationale, c'est-à-dire à des accords entre ces mêmes autorités dans l'espoir que leur esprit de responsabilité et leur clairvoyance sauront discipliner ce fameux « système monétaire international » ou, tout au moins, atténuer ses maléfices.

Nous l'avons vu pourtant, un système monétaire international n'est guère que le reflet de la manière dont la monnaie est créée et gérée par les autorités *nationales*. Dans la mesure où ces mêmes autorités se sont arrogé le pouvoir de création monétaire, elles sont responsables de tous les bouleversements monétaires internationaux, de toutes les « crises monétaires » et elles en sont les *seules* responsables.

Sans doute faut-il d'ailleurs aller plus loin. Il est caractéristique, en effet, de constater que l'on parle de « système monétaire *international* », c'est-à-dire que tout système est conçu comme un ensemble de relations entre des *nations*. Les idées courantes, de même que la pratique, ne font guère que traduire la croyance universelle selon laquelle la création monétaire est un attribut de la souveraineté. Un

système monétaire mondial ne peut donc qu'être inter-national, ou inter-étatique, sa rationalité est celle des autorités qui le gèrent. L'ordre monétaire est alors le résultat des actions réfléchies de ces mêmes autorités; tout système qui ne serait pas géré par l'homme (sous-entendu par cette toute petite fraction de l'humanité qu'on appelle les « autorités monétaires ») ne pourrait apporter que le désordre. Ces idées font tellement partie de notre patrimoine culturel qu'il ne vient pratiquement à l'idée de personne de les mettre en cause. L'histoire, pourtant, devrait nous inciter à un certain scepticisme à cet égard : ne voit-on pas en effet que les périodes où le système monétaire mondial a été le plus largement pris en charge par les autorités monétaires — comme c'est le cas du ^{xx}e siècle — ont été les périodes de plus grands bouleversements monétaires et de plus grande inflation ? Le raisonnement économique, pour sa part, devrait nous conduire à un même scepticisme : la théorie économique ne montre-t-elle pas que les décisions multiples de multiples individus aboutissent à un « ordre », l'ordre du marché, et qu'il en est ainsi parce que ces décisions ne sont pas purement aléatoires, que les hommes qui les prennent sont rationnels. Par contre, les décisions des personnes que l'on nomme les « autorités » n'aboutissent bien souvent qu'au désordre parce qu'elles ne peuvent pas bénéficier de toutes les informations dont disposent les autres hommes, parce que leurs objectifs ignorent ceux des autres hommes. Pourquoi en irait-il différemment en ce qui concerne la création de monnaie et le fonctionnement des systèmes monétaires ?

Nous nous laissons enfermer dans le débat traditionnel « changes fixes ou changes flexibles » sans voir qu'il ne s'agit là que d'un aspect du problème monétaire mondial. N'avons-nous pas vu en effet qu'il existe par exemple des systèmes de changes fixes très différents, selon que les autorités monétaires nationales suivent ou non telle ou telle règle, selon qu'elles agissent de manière discrétionnaire ou en suivant des règles institutionnelles ? C'est le rôle même des autorités monétaires nationales qui doit être examiné et mis en cause si l'on veut comprendre le système monétaire mondial et espérer trouver une solution plus conforme aux vœux des citoyens.

Or, on continue à raisonner dans ce cadre étroit où chaque zone monétaire coïncide avec une nation politique. Ceux qui détiennent le pouvoir dans la nation ont utilisé les moyens que leur donne

cette position pour *monopoliser la création monétaire*¹. Même si leur monnaie est mauvaise, c'est-à-dire qu'il y a de l'inflation, les autorités imposent aux citoyens d'utiliser cette monnaie en imposant le cours forcé ou différentes mesures de contrôle des changes, ce qui ne les gêne nullement pour proclamer que leur politique monétaire a pour but d'assurer le « bien commun ». Et le plus admirable est qu'on les croit, de même qu'on les croit lorsqu'elles affirment que l'inflation est due à la hausse du prix du pétrole, aux spéculateurs internationaux, aux complots des firmes multinationales, au désordre du système monétaire international, à l'anarchie des circuits commerciaux, à la pluie, au beau temps, au manque de civisme des citoyens et autres boucs émissaires.

« Le problème monétaire doit être situé à son niveau, qui est celui de la politique », déclarait Valéry Giscard d'Estaing à l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international en 1973. Mais le problème monétaire n'est pas politique par nature, il n'est politique que parce que les hommes politiques ont décidé d'en faire leur problème. Et c'est pour cette seule raison qu'il existe des « problèmes monétaires ». Ceux-ci ne seront jamais résolus par plus de politique, ils seront résolus en les rendant au marché, c'est-à-dire à ceux qui utilisent la monnaie.

L'Etat-nation — le plus grand, le plus puissant, le plus arbitraire de tous les monopoles de tous les temps — est arrivé à imposer le mythe de la coïncidence entre sa zone d'autorité et la zone de circulation de sa monnaie. Cet appétit de pouvoir — qui est en fait l'appétit de pouvoir d'hommes bien concrets — se heurte à d'autres appétits de pouvoir dès lors que l'on aborde les échanges internationaux. Les monnaies deviennent alors les armes symboliques d'un combat qui serait dérisoire s'il n'était pas nuisible. Les « responsables » ou ceux qui aspirent à l'être présentent comme criminelle toute prétention à mettre en échec leur situation de monopole. Ainsi, les détenteurs du monopole « France » et ceux qui le défendent présentent comme un échec à la rationalité du comportement de leur monopole l'existence du monopole dollar. Sont-ils pourtant fondés

1. On pourra se reporter, à ce sujet, à notre ouvrage déjà cité, *L'unité monétaire européenne : au profit de qui ?*, et à notre texte, « The Political Economy of Alternative Approaches to Monetary Integration », in P. SALMON ed., *New Economic Approaches to the Study of International Integration*, à paraître.

ces monopoles régionaux dans la fabrication de la monnaie, avec leurs contraintes, leurs partages de marché et leurs guerres ? Et au nom de quel principe les autorités françaises devraient-elles s'of-fusquer de ce que les citoyens français préfèrent accumuler des dollars ou des francs suisses plutôt que le produit de leur monopole ? Parce que les monopoles et les cartels sont des systèmes d'organisation condamnables du point de vue du bien-être de la population, il vaut la peine de mettre en cause la coïncidence qui existe entre les zones de circulation monétaire et l'Etat-nation. La vraie solution au « problème monétaire international » ne réside-t-elle pas là ?

Si l'on se préoccupe de rechercher l'organisation monétaire qui est la meilleure non pas pour les dirigeants de l'Etat-nation mais pour les individus, il faut nécessairement s'interroger sur ce que les individus peuvent attendre d'un système monétaire. Il apparaît alors que le meilleur des systèmes monétaires est celui qui permet aux individus de bénéficier au mieux des services de la monnaie. Or, nous avons vu que la qualité monétaire d'un bien était d'autant plus grande qu'il était plus près de représenter un pouvoir d'achat disponible à n'importe quel moment, auprès de n'importe qui et contre n'importe quoi. Ce qu'attend un détenteur de monnaie c'est que sa monnaie conserve bien son pouvoir d'achat et qu'elle soit utilisable le plus largement possible. Nous avons vu que les systèmes monétaires gérés par les autorités publiques n'étaient pas optimaux de ce point de vue. Peut-on imaginer des systèmes monétaires qui leur soient meilleurs ?

Plusieurs solutions peuvent être imaginées. Pour ce faire il nous faut recourir à une typologie que nous avons proposée par ailleurs¹ en utilisant des critères tirés de la théorie économique générale. Le premier critère est celui du mode d'organisation de la production de monnaie dans le monde : celle-ci est-elle assurée par un monopole, par un oligopole ou par un système concurrentiel ? Le deuxième critère est celui du mode de fonctionnement : la production de monnaie est-elle assurée de manière discrétionnaire ou en fonction de règles générales² ? Chacun des modes de production — monopole, oligopole ou concurrence — peut obéir à des règles ou suivre un comportement discrétionnaire. La théorie permet de prévoir — et

1. Cf. notre texte « The Political Economy... », *op. cit.*

2. Nous reprenons ici la distinction fondamentale de F. Hayek entre les systèmes discrétionnaires et les systèmes institutionnels déjà signalée au chapitre 5.

l'expérience le confirme — que les systèmes discrétionnaires donnent généralement de moins bons résultats que les systèmes institutionnels, tout au moins si ceux-ci sont conçus de manière à fournir aux individus une monnaie qui remplisse bien son rôle de monnaie. Il en est ainsi, en particulier, si les responsables de la production de monnaie dans un système discrétionnaire ne subissent pas ou subissent peu la sanction de leur mauvaise gestion. Cela est généralement le cas dans les systèmes étatiques, dans la mesure où la réélection des responsables politiques n'est pas automatiquement et rapidement rendue impossible par une mauvaise gestion monétaire et où celle-ci permet au contraire d'atteindre certains autres objectifs à court terme (recettes de l'impôt d'inflation, stimulation provisoire de l'économie avant une élection, etc.). Nous n'étudierons cependant pas en détail la typologie proposée ci-dessus et nous nous contenterons d'en donner certains exemples.

Un système de *monopole* dans la création mondiale de monnaie serait un système où seule une institution aurait le droit de créer de la monnaie, qui aurait cours dans l'ensemble des pays du monde. On retrouve ici la proposition de monnaie mondiale. Or, si cette monnaie est créée par une institution qui a le droit de décider de sa politique de manière discrétionnaire, il n'existe aucune garantie qu'elle aura une politique monétaire optimale, c'est-à-dire qu'elle évitera l'inflation. On ne peut même pas exclure une situation d'inflation à taux très élevé, comme tant de pays en ont connu ou en connaissent. Pourquoi en effet les hommes qui créent trop de monnaie dans ces pays deviendraient-ils tout d'un coup sages parce qu'ils auraient la responsabilité de la gestion monétaire mondiale ? Cette situation serait particulièrement regrettable parce que les individus n'auraient plus alors d'option possible ; une seule monnaie existant dans le monde, si celle-ci se déprécie très rapidement, aucune autre ne peut s'y substituer.

Mais un monopole peut être réglementé et, si la réglementation est bien conçue, on peut lui faire adopter un comportement tel que sa production soit aussi avantageuse pour le consommateur que cela serait le cas dans une situation de concurrence. C'est ainsi que l'on peut imaginer une situation où la création monétaire dans le monde soit assurée par un monopole, mais en suivant des règles assez strictes

pour qu'il n'y ait pas d'inflation mondiale. Ce serait le cas, par exemple, si la Banque centrale mondiale devait suivre les règles d'un régime d'étalon-or, la création de monnaie devant être proportionnelle à la quantité d'or qu'elle détiendrait. Il en irait de même si, par exemple, les autorités responsables de cette Banque centrale mondiale devaient respecter une « règle monétaire », du type de ce qu'a proposé Milton Friedman pour la gestion monétaire nationale : la création monétaire mondiale ne pourrait pas dépasser un certain taux de croissance (ou ne pourrait pas dépasser le taux de croissance du revenu mondial réel).

Un *oligopole* est un système où il existe un petit nombre de producteurs. Le système monétaire mondial actuel est de ce type puisqu'il existe un petit nombre de producteurs de monnaie, à savoir les banques centrales nationales. Mais chacune dispose d'un marché protégé, le territoire national, et pratique une politique discrétionnaire. Nous avons suffisamment vu à quels désordres conduisait une telle situation. Mais ici encore on peut imaginer d'imposer des règles de comportement, du type étalon-or ou règle monétaire. Le principal problème consiste évidemment à trouver les moyens de faire respecter la Constitution monétaire en question. L'expérience historique du ^{xx}e siècle nous montre en effet que les autorités monétaires ont passé leur temps à violer les règles du jeu de l'étalon-or, puis de l'étalon-devise-or et même de l'étalon-dollar et il est frappant de constater que les Etats, qui sont en principe les gardiens de la loi, ont continuellement violé les Constitutions monétaires sans que les auteurs de ces actes soient jamais poursuivis devant aucun tribunal.

Notons aussi que le régime de changes flottants entre dans cette même catégorie, puisqu'il s'agit d'une situation où la monnaie est créée par un petit nombre de producteurs, donc par un oligopole. Les producteurs étatiques de monnaie agissent de manière discrétionnaire mais il existe néanmoins une règle institutionnelle, à savoir qu'aucun producteur n'intervient sur le marché de la monnaie produite par les autres producteurs.

L'éternel débat entre les partisans des changes fixes et les partisans des changes flottants ne met pas en cause la structure oligopolistique et étatique du système monétaire mondial et il se cantonne donc à un aspect seulement de son organisation. Bien entendu, les autorités

publiques ne mettent pas non plus en cause cette structure oligopolistique avec partage de marché, tout simplement parce qu'elles y trouvent intérêt. Elles bénéficient ainsi de ce dont tout producteur rêverait : un marché légalement protégé, à savoir le marché national, où elles peuvent écouler leur produit, même si celui-ci est cher et mauvais. Quant aux relations entre systèmes monétaires nationaux, elles préfèrent toujours les solutions discrétionnaires aux solutions institutionnelles, ainsi que nous l'avons vu dans les chapitres précédents. Nous avons montré par ailleurs¹ comment cette structure de production aboutissait parfois à un cartel, c'est-à-dire à une structure éminemment instable, comme le montrent d'ailleurs les essais d'unification monétaire en Europe. Mais le cartel est baptisé d'un joli mot, à savoir « coopération internationale ». Or, la coopération internationale est rendue nécessaire par les difficultés de fonctionnement d'un système instable, alors qu'elle est généralement présentée comme le degré le plus élevé de l'organisation monétaire mondiale.

Il y a enfin la *concurrence*, c'est-à-dire une situation où tout individu, toute institution — et pas seulement les autorités publiques nationales —, est habilité à produire de la monnaie, à produire plus précisément sa propre monnaie².

Friedrich A. Hayek a récemment proposé, en même temps que certains autres auteurs³, de remplacer le monopole de l'Etat dans le domaine de la création monétaire par la concurrence de monnaies privées. A un collègue qui lui objectait que l'Etat ne renoncerait jamais à son pouvoir monétaire, Friedrich von Hayek répondit qu'il aurait paru tout à fait irréaliste au xvi^e siècle de suggérer que l'Etat ne s'occupe plus de la religion. Cela devait pourtant arriver.

Cette anecdote est importante car elle nous force à sortir de nos habitudes intellectuelles : tout peut être remis en cause. Et il est d'ailleurs surprenant que l'économiste habitué à sourcilier dès qu'il entend parler de monopole, accepte sans discussion l'idée selon

1. Cf. les références citées p. 239, n. 1.

2. Le texte qui suit a paru dans le numéro d'avril 1978 de *Vie et Sciences économiques*.

3. Voir par exemple F. A. HAYEK, *Denationalisation of Money*, Londres, Institute of Economic Affairs, Hobart Paper, n° 70, 1976 ; F. A. HAYEK, *Choice in Currency*, Londres, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper, n° 48, 1976 ; B. KLEIN, « The Competitive Supply of Money », *Journal of Money, Credit and Banking*, VI, nov. 1974 ; G. TULLOCK, « Competing Moneys », *Journal of Money, Credit and Banking*, VII, nov. 1975.

laquelle il est normal que l'Etat se soit attribué le monopole de la création monétaire, que le droit de battre monnaie constitue un attribut de la souveraineté et qu'il en a d'ailleurs toujours été ainsi (ce qui laisserait supposer que les hommes ont admis la rationalité d'un tel système).

Il est dans ce domaine une autre idée qui, pour sa part, est plus généralement discutée de nos jours, à savoir que la stabilisation conjoncturelle, donc la politique monétaire, est une responsabilité de l'Etat et constitue un bien public. Mais il est important de voir que cette question est secondaire par rapport à la précédente : c'est parce que l'Etat s'est arrogé le droit de battre monnaie — d'une manière qui est peut-être contestable — que la politique monétaire existe. Il ne suffit donc peut-être pas de mettre en cause la manière dont l'Etat exerce ce droit dans la pratique, mais il faut plus généralement mettre en cause le fondement de ce droit. Nous laisserons de côté la question, assez largement connue, du caractère stabilisateur ou déstabilisateur de la politique monétaire pour nous concentrer sur le problème des responsabilités respectives du secteur public et du secteur privé dans l'émission de monnaie.

Lorsqu'on prétend que la création monétaire est nécessairement une responsabilité publique, on oublie allègrement certains faits historiques, même très récents. En effet, dans un régime d'étalon-or, il n'y a pas vraiment de création monétaire nationale par le système bancaire national, mais seulement l'apparence d'une création monétaire autonome. La création monétaire, non pas au jour le jour, mais à long terme, dépend uniquement de la croissance relative de la productivité dans la production de l'or et dans la production des autres biens, phénomène sur lequel l'Etat n'a évidemment aucune prise. Si la productivité globale des facteurs croît moins vite dans la production d'or que dans les autres productions, ce qui a probablement été le cas au ^{xx}e siècle, les règles du jeu ne peuvent continuer à jouer que dans la mesure où l'Etat — ou la Banque centrale — en accepte la conséquence, à savoir une diminution continue du niveau général des prix¹. C'est précisément parce que l'Etat n'a pas accepté le fonc-

1. Il y a ici une question de terminologie à laquelle il faut faire attention : il est usuel de dire que l'étalon-or a pour fondement l'intervention de la Banque centrale sur le marché de l'or (ce qui est d'ailleurs vrai). Mais le terme « intervention » ne doit pas être pris dans son sens le plus courant, à savoir celui d'une action discrétionnaire de l'Etat (on parle

tionnement automatique du système que l'étalon-or, puis l'étalon-deviser-or se sont effondrés. En effet, en favorisant la création monétaire, donc l'inflation, au-delà de ce qu'aurait permis l'étalon-or, l'Etat a cru qu'il pouvait atteindre certains objectifs (emploi) ou bien, tout simplement, il a eu recours à une politique de fuite en avant dans son incapacité à arbitrer les conflits croissants que la généralisation de ses interventions ne pouvait pas manquer de faire naître. On sait que les justifications d'une politique monétaire *active* sont parfaitement fallacieuses. On sait par ailleurs que la période pendant laquelle l'étalon-or a fonctionné a au contraire été une période de grande stabilité des prix, avec des cycles modérés correspondant aux époques de découverte de nouvelles mines d'or. N'oublions pas non plus que les actuelles banques centrales ont souvent été à l'origine des banques privées que l'Etat a nationalisées sous prétexte d'être ainsi mieux à même de pratiquer une politique monétaire favorable à l'intérêt public. Là, comme ailleurs, l'Etat s'est contenté d'accaparer ce que les individus avaient inventé et créé, sans être lui-même capable d'innovation.

Si l'on remonte à une époque beaucoup plus lointaine, il semble bien que l'invention même de la monnaie n'ait pas résulté d'une innovation publique, mais que la monnaie est née tout simplement des besoins spontanément apparus des échangistes. On peut, comme l'a fait J. R. Hicks¹, élaborer un modèle théorique de l'histoire, que l'on confronte à la réalité historique. Il est alors évident que la monnaie est apparue progressivement, certains biens étant successivement dotés des attributs de la monnaie et sélectionnés comme tels par une sorte de vote anonyme des utilisateurs. N'est-il d'ailleurs pas frappant que la monnaie dont l'usage a été le plus répandu dans le monde n'ait pas été la monnaie de quelque grand empire, mais un coquillage, le cauris, dont la production ne dépendait pas des décisions arbitraires d'un Etat, mais d'un calcul économique fait par les ramasseurs de coquillages entre les différents emplois possibles de leur temps.

alors d'interventionnisme). Dans le cas de l'« intervention » sur le marché de l'or ou sur le marché des changes, l'Etat (ou la Banque centrale) est en quelque sorte *contraint* d'agir de par les règles du jeu qui ont été acceptées. Il s'agit en quelque sorte d'une intervention passive, c'est-à-dire le contraire même de l'interventionnisme.

1. J. R. HICKS, *A Theory of Economic History*, Oxford University Press, 1969 ; trad. fr., *Une théorie de l'histoire économique*, Paris, Seuil, 1973 (la citation ci-après est extraite de l'édition française).

J. R. Hicks est très catégorique à propos de l'invention de la monnaie : « Il est certain qu'au début la monnaie n'a pas été une création de l'Etat. On l'a utilisée avant de frapper des pièces. A l'origine, la monnaie a été une création de l'économie marchande; c'est même la première des créations de l'économie marchande que les gouvernements (même des gouvernements tout à fait étrangers à cette économie) ont assimilée et reprise à leur compte » (p. 72). Et J. R. Hicks affirme que les travaux des archéologues confirment ce que le raisonnement pouvait laisser prévoir : la monnaie n'est pas une invention de l'Etat. De la même manière, J. Melitz¹ nous donne de multiples exemples de monnaies inventées sans aucune intervention de l'Etat, même si l'on peut discuter du caractère monétaire de certains instruments utilisés dans les sociétés « primitives ». Par ailleurs, il montre bien que l'évolution de la monnaie ne résulte pas non plus d'une innovation étatique (si ce n'est peut-être en Chine au ix^e siècle) : le papier-monnaie est apparu comme une conséquence naturelle de l'activité commerciale normale, dès le xvi^e siècle à Bruges et Anvers. Ce n'est guère que dans la première moitié du xviii^e siècle que « les banquiers privés cessèrent de jouer un rôle important dans l'émission de papier-monnaie partout en Occident » (p. 91). Evidemment, on pourra à juste titre faire l'objection suivante : le fait que la monnaie ne soit pas une invention d'origine publique ne signifie pas que sa création doit rester entre les mains du secteur privé. Autrement dit, le fait qu'une catégorie d'individus ait été plus innovatrice fournit seulement une présomption du fait qu'elle reste plus innovatrice, mais ne signifie pas qu'il est optimal du point de vue social qu'elle conserve le droit d'exploiter son invention. On peut aussi faire remarquer que de toute manière l'Etat a très rapidement « accaparé » les inventions monétaires, qu'il s'agisse de la création même de la monnaie ou de l'apparition de nouvelles formes de monnaie, et l'on serait alors fondé à penser qu'il existe une raison de fond justifiant cette captation : l'Etat serait le plus apte à organiser rationnellement la création monétaire. Il n'en reste pas moins que la thèse opposée peut être également défendue de manière légitime : la création monétaire serait à l'origine de profits tels que l'Etat y verrait un moyen commode d'obtenir des recettes. Ainsi s'expliquerait

1. J. MELITZ, *Primitive and Modern Money*, Reading, Addison-Wesley, 1974.

d'ailleurs le fait qu'au xx^e siècle l'Etat a particulièrement revendiqué l'exercice de son pouvoir monétaire, mais qu'il a également été à l'origine d'inflations à des taux parfois considérables. Essayons donc d'évaluer directement les avantages et les coûts d'une gestion publique et d'une gestion privée de la création monétaire. Le critère de jugement doit évidemment être celui de l'avantage social.

L'avantage social d'un système de création de la monnaie se mesure au montant des services de liquidité procurés aux agents économiques. De ce point de vue, l'optimum social est atteint pour un taux de déflation égal au taux de rendement du capital (ou lorsqu'un taux d'intérêt équivalent est payé sur les encaisses, le taux d'inflation étant nul).

A partir de ce taux, tout accroissement de l'inflation signifie que l'on s'éloigne de l'optimum social. Or, le taux optimal d'inflation du point de vue de l'Etat n'est pas égal au taux socialement optimal, ce qui n'est pas pour surprendre dans la mesure où il s'agit là seulement d'une application de la théorie du monopole : l'Etat disposant du monopole de la création monétaire impose un prix qui est plus élevé que le prix correspondant à l'optimum social, la quantité réelle de monnaie vendue étant pour sa part plus petite¹. Bien entendu, ce raisonnement suppose que le seul coût de l'inflation pour les individus est l'impôt d'inflation et que celui-ci constitue la seule justification de la politique inflationniste. On peut évidemment introduire d'autres considérations soit en allongeant la liste des coûts de l'inflation, soit en tenant compte d'autres objectifs des autorités monétaires, par exemple ceux qui correspondent au « cycle politique ». Formellement, l'analyse reste la même : l'Etat producteur monopoliste de monnaie impose une diminution du bien-être social, à moins d'admettre l'existence de politiciens ou de gouverneurs de banques centrales qui sont à la fois à la recherche du bien public et parfaitement informés sur les moyens de le réaliser.

On pourra aussi objecter par ailleurs qu'une situation de monopole présente plusieurs avantages par rapport à une situation de libre

1. C'est un raisonnement similaire, concernant l'émission de monnaie internationale que l'on rencontre dans le texte de R. A. MUNDELL, « The Balance of Payments Deficit », in E. M. CLAASSEN et P. SALIN eds, *Stabilization Policies in Interdependent Economies*, Amsterdam, North-Holland, 1972; tr. fr., *Les politiques de stabilisation dans des économies interdépendantes*, Paris, Cujas, 1976.

concurrence entre les monnaies multiples : elle diminue les coûts de transaction (il n'est pas nécessaire de passer d'une monnaie à une autre, tout au moins à l'intérieur de la zone géographique à l'intérieur de laquelle existe un monopole, par exemple une nation), elle diminue les coûts d'information (il n'est pas nécessaire d'évaluer les possibilités de dépréciation des différentes monnaies en concurrence), elle diminue les coûts de risque (risque d'inconvertibilité, au cas où la faillite de l'émetteur d'une monnaie ne lui permet plus d'honorer sa promesse de convertibilité en termes d'une autre monnaie ou en termes d'autres biens, risque de dépréciation si l'optimum individuel d'un émetteur de monnaie est très éloigné de l'optimum social).

Si l'on tient compte de ces différents coûts on peut être amené à penser qu'un monopole est préférable à la concurrence, dans la mesure où les coûts de la concurrence seraient plus importants que l'impôt d'inflation. En particulier, il est souvent dit que l'un des inconvénients majeurs d'un système concurrentiel de création monétaire tiendrait à ce que chaque émetteur en particulier aurait intérêt à prendre une part aussi grande que possible du marché et qu'il en résulterait une inflation dont le taux serait à la limite infini. Les difficultés de fonctionnement de certaines unions monétaires constituant un oligopole — entre autorités monétaires — en apporteraient une illustration, chaque pays, c'est-à-dire chaque centre d'émission, essayant de capturer une part aussi grande que possible de l'émission globale de monnaie de la zone.

En fait, il existe deux hypothèses tout à fait différentes en ce qui concerne la concurrence dans l'émission de monnaie, à savoir l'émission concurrentielle de *la* monnaie et l'émission de monnaies concurrentes, autrement dit l'émission *d'une même monnaie* (ou tout au moins de signes monétaires parfaitement convertibles entre eux à coût nul) par des institutions différentes et l'émission de *monnaies différentes* par différentes institutions.

Prenons tout d'abord le cas où plusieurs émetteurs concurrents ont le droit d'émettre une même monnaie. Ce cas signifie en fait que, par suite d'une réglementation étatique ou de l'instauration d'un cartel bancaire privé, on décide de maintenir un taux de change fixe entre le franc de la banque machin et le franc de la banque truc, l'entrée de concurrents pouvant éventuellement être interdite.

Lorsqu'on dit que la régulation monétaire — c'est-à-dire fina-

lement l'instauration du monopole public — est rendue nécessaire par le besoin d'empêcher chaque banque d'émettre trop de monnaie, c'est en fait à cette hypothèse que l'on se réfère implicitement. Mais ce n'est pas une hypothèse de concurrence. Lorsque la concurrence est limitée, il est vrai que chaque banque a intérêt à obtenir la plus grande part possible du gain de création monétaire et il en résulte de l'inflation : la recherche du profit maximum dans un univers non compétitif ne permet pas d'atteindre un optimum social. Il y a donc deux situations possibles dans l'hypothèse où il existe un taux de change rigoureusement fixe entre les monnaies privées :

— L'oligopole (c'est-à-dire une situation où il existe un petit nombre de producteurs pour produire un même bien) : il arrive à maintenir son existence, mais la lutte pour le profit risque de faire éclater le cartel et, de toute façon, on est loin de l'optimum social.

— Le remplacement de l'oligopole par un monopole lorsque l'Etat prend le contrôle de l'émission monétaire sous prétexte d'éviter les inconvénients de la situation précédente. Même si cette situation peut être considérée comme préférable à la précédente, cela ne signifie pas nécessairement qu'elle est la meilleure de toutes et qu'elle est, par exemple, préférable à une situation de concurrence entre émetteurs de monnaies *différentes*.

On ne peut guère parler d'émission concurrentielle de la monnaie que dans l'hypothèse où chaque banque émet une monnaie différente ayant ses caractéristiques propres. En d'autres termes, les monnaies ne sont pas convertibles entre elles à un taux fixe. C'est aux utilisateurs de monnaie de décider quelle monnaie ils préfèrent.

Bien entendu, s'il existe un trop grand nombre de monnaies, l'optimum social n'est pas atteint car les utilisateurs doivent supporter des coûts d'information et de risque de transaction élevés pour s'informer sur les caractéristiques de chaque monnaie et pour passer de l'une à l'autre. L'une des spécificités de la circulation monétaire est l'existence d'externalités : la monnaie est d'autant plus utile pour moi qu'elle est plus utile pour vous. C'est pourquoi l'usage d'une monnaie est cumulatif : plus son domaine de circulation s'étend, plus sa liquidité est grande et plus son domaine de circulation s'étend. Il en résulte, que très probablement, même si l'on imaginait qu'un grand nombre de monnaies était lancé « initialement », la concurrence permettrait d'en sélectionner un petit nombre, à la limite une seule.

On objectera évidemment qu'un tel système présente de grands risques et que, par conséquent, il ne correspond pas à un optimum social. En effet, dira-t-on, rien ne garantit que tel ou tel émetteur de monnaie ne sera pas tenté d'émettre une quantité excessive de monnaie de manière à récupérer un impôt d'inflation (maximation du seigneurage) et rien ne garantit, par ailleurs, que l'émetteur privé de monnaie sera toujours solvable, c'est-à-dire qu'il sera toujours capable de maintenir la convertibilité de sa monnaie en termes d'autres biens aux conditions qu'il aura lui-même définies (puisque toute émission de monnaie implique un engagement de rachat). Une garantie publique serait donc nécessaire. Examinons successivement ces deux objections :

— *Le risque d'émission excessive de monnaie*

Il y a une différence essentielle entre un émetteur privé de monnaie et un émetteur public, à savoir que l'émetteur public est seul à disposer de moyens de coercition, ce qui lui permet d'imposer le cours forcé pour obliger les individus à utiliser la monnaie qu'il émet, même si celle-ci est une mauvaise monnaie. Au lieu de dire que la création monétaire est un attribut de la souveraineté, il conviendrait de dire que le monopole de la contrainte dont dispose l'Etat lui permet de détourner à son profit une activité économique qui est particulièrement lucrative, surtout si, précisément, elle peut être instaurée en monopole comme c'est le cas pour la création monétaire.

On n'arrive d'ailleurs guère à trouver une quelconque justification par exemple à l'obligation de payer en francs sur le territoire français. Et là où cela est possible, les individus utilisent éventuellement un autre moyen de paiement, par exemple le dollar, qui leur paraît un meilleur instrument monétaire (meilleure conservation du pouvoir d'achat, moindres coûts de transaction, c'est-à-dire plus forte liquidité). C'est la raison pour laquelle les euro-dollars existent.

Un émetteur privé en situation de concurrence ne dispose pas des mêmes moyens de contrainte que l'Etat. L'émetteur privé est concerné par la maximation de son profit à long terme; s'il émet trop de monnaie et que sa monnaie est donc considérée comme une mauvaise réserve de valeur, il est tout simplement exclu du marché et remplacé par ses concurrents.

On objectera encore peut-être que le risque existe néanmoins

qu'un émetteur de monnaie apparaisse sur le marché dont l'objectif soit non pas de maximiser son profit à long terme, mais de maximiser son profit à court terme, c'est-à-dire d'émettre une quantité excessive de monnaie puis d'être exclu du marché. Là encore, il semble bien que la concurrence représente une garantie suffisante. Etant donné, en effet, l'existence d'externalités dans l'usage de la monnaie, le lancement d'une nouvelle monnaie souffre nécessairement d'un handicap de départ. Celui-ci peut être surmonté dans la mesure où la nouvelle monnaie est subventionnée, c'est-à-dire que l'émetteur de monnaie doit fournir à l'acheteur des garanties sur le prix futur de sa monnaie et non pas seulement annoncer un prix de vente actuel. Il est donc probable que, dans une situation de concurrence, certains offreurs de monnaie proposeraient aux utilisateurs une clause de maintien de pouvoir d'achat, les services de la monnaie désirés par les utilisateurs consistant à détenir un pouvoir d'achat généralisé, c'est-à-dire aussi stable que possible.

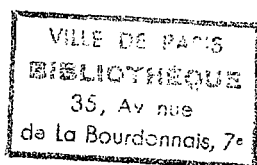
— *Le risque de défaillance ou de faillite*

S'il est vrai qu'un système concurrentiel impliquerait probablement l'émission de monnaies indexées sur différents types de biens ou paniers de biens, cela implique que les émetteurs soient capables de rembourser à n'importe quel moment la monnaie qu'ils auront émise contre ces biens (ou paniers de biens) ou encore contre d'autres monnaies pour des montants permettant d'acquérir ces mêmes biens (ou paniers de biens). Des variations non anticipées des prix relatifs risquent de rendre cette convertibilité impossible, ce qui ferait perdre toute liquidité aux créances détenues par les détenteurs de certaines monnaies. Ici aussi, il existe une solution de marché, qui apparaîtrait certainement rapidement dans un univers de monnaies concurrentielles : pour pallier ce risque, il suffirait que les banques émettrices constituent un système d'assurance qui permettrait de garantir les clients de chacune contre les défaillances de l'une d'entre elles. Point n'est besoin en tout cas d'une garantie étatique et il n'y a d'ailleurs pas de raison pour qu'un consortium bancaire de réassurance international soit moins solvable qu'un Etat.

Une dernière objection sera probablement opposée fréquemment à la proposition de monnaies concurrentielles : par une sorte d'automatisme de pensée certains énonceront la loi de Gresham pour

annoncer qu'un système concurrentiel serait nécessairement mauvais puisque « la mauvaise monnaie chasse la bonne ». Mais nous savons que la loi de Gresham est soumise à des conditions extrêmement restrictives¹ : en particulier elle ne peut jouer que si les taux de change entre les monnaies concernées sont fixes, alors que l'élasticité de l'offre n'est pas infinie. Dans le cas de monnaies concurrentielles, les taux de change entre monnaies seraient nécessairement flottants et la loi de Gresham ne jouerait donc pas : le marché sélectionnerait les « bonnes » monnaies.

La cause semble certaine, la concurrence entre des monnaies privées, sans aucune restriction ni réglementation, améliorerait le sort des citoyens. Les gouvernements qui se prétendent les garants de leur bien-être ne peuvent pas le leur refuser. Ils doivent, par conséquent, abandonner leurs monopoles de création monétaire, renoncer à leurs politiques monétaires et à leurs politiques de change. Au désordre monétaire *international* succéderait ainsi l'ordre monétaire *mondial*.



1. Cf. ci-dessus chapitre 6, p. 143.

Imprimé en France
Imprimerie des Presses Universitaires de France
73, avenue Ronsard, 41100 Vendôme
Mai 1982 — N° 27 993